

BAB I PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Masalah

Peran pasar modal sebagai wahana alternatif bagi investor dipengaruhi oleh banyak faktor. Salah satu faktor yang menentukan adalah tingkat kemampuan investor memilih saham secara rasional. Rasionalitas investor dapat diukur dari sejauh mana mereka berhasil memilih saham yang memberi hasil maksimum pada resiko tertentu atau hasil tertentu pada resiko minimal. Pasar modal merupakan sarana perusahaan untuk meningkatkan kebutuhan dana jangka panjang dengan menjual saham atau mengeluarkan obligasi. Saham merupakan bukti kepemilikan sebagian dari perusahaan. Obligasi merupakan suatu kontrak yang mengharuskan peminjam untuk membayar kembali pokok pinjaman ditambah dengan bunga dalam kurun waktu yang sudah disepakati. (Jogiyanto,2003).

Ada beberapa fungsi dari pasar modal diantaranya berfungsi sebagai alokasi dana yang produktif untuk memindahkan dana dari pemberi pinjaman ke peminjam. Alokasi dana yang produktif terjadi jika individu yang mempunyai kelebihan dana dapat meminjamkannya ke individu lain yang lebih produktif yang membutuhkan dana. Sebagai akibatnya, peminjam dan pemberi pinjaman akan lebih diuntungkan dibandingkan jika pasar modal tidak ada. (Jogiyanto,2003).

Fungsi lain dari pasar modal adalah memungkinkan para pemodal mempunyai berbagai pilihan investasi yang sesuai dengan preferensi resiko mereka. Karena dengan pasar modal para *lender* tidak hanya menginvestasikan dananya pada sistem perbankan saja, tapi mereka akan melakukan diversifikasi investasi, membentuk portofolio (yaitu gabungan dari berbagai investasi) sesuai dengan resiko yang bersedia mereka tanggung dan tingkat keuntungan yang mereka harapkan. Dalam keadaan pasar modal yang efisien, hubungan yang positif diharapkan terjadi antara resiko dengan keuntungan yang diharapkan. (Husnan,1998).

Investasi dapat dilakukan pada dua kategori, yaitu *aktiva riil* dan *aktiva finansiil*. *Aktiva riil* merupakan investasi pada aktiva real seperti membangun pabrik, membuat produk baru dan membeli kendaraan. Sedangkan *aktiva finansiil* merupakan investasi pada aktiva finansial atau sekuritas yang merupakan dokumen (surat – surat) klaim langsung pemegangnya terhadap aktiva real pihak yang menerbitkan seperti sertifikat deposito, saham, obligasi, dan sertifikat dana reksa. Penelitian ini terfokus pada investasi dalam bentuk *aktiva finansiil* terutama investasi dalam bentuk saham.

Semua investasi, baik investasi pada aktiva riil maupun aktiva finansiil mengandung ketidakpastian atau resiko laba (untung) atau resiko rugi. Resiko laba artinya usaha tersebut memperoleh laba, sedangkan resiko rugi merupakan resiko dimana usaha yang bersangkutan tidak memperoleh

keuntungan. Resiko rugi ini merupakan resiko yang selalu dihindari oleh dunia usaha dalam operasi sehari-hari

Jika seorang investor memilih untuk berinvestasi dalam saham, investor harus mempertimbangkan dan merencanakan saham – saham yang hendak dipilih, karena keputusan investasi saham tidak lepas dari resiko, resiko adalah kemungkinan menyimpangnya tingkat keuntungan yang sebenarnya dari tingkat keuntungan yang diharapkan investor. Resiko saham terdiri dari resiko – resiko sistematis dan non sistematis. Resiko sistematis adalah resiko yang tidak dapat dihilangkan dengan diversifikasi, resiko ini merupakan pertimbangan dalam menentukan tingkat keuntungan minimal yang harus dicapai oleh investor. Sedangkan resiko non sistematis adalah resiko yang dapat dihilangkan dengan diversifikasi.(Husnan, 1998).

Sehubungan dengan resiko tersebut, investor dapat memilih berinvestasi tidak hanya pada satu macam saham atau melakukan strategi diversifikasi. Strategi diversifikasi dilakukan dengan membentuk portofolio yang terdiri atas beberapa saham yang efisien. Hal ini dapat dilakukan agar dapat mengurangi resiko yang harus ditanggung oleh investor.

Tingkat keuntungan dan tingkat resiko yang dihadapi merupakan dua hal yang sangat penting dalam pembentukan portofolio ini, karena setiap investasi mempunyai hubungan antara return dan resiko. Semakin tinggi return semakin tinggi dan semakin besar resiko yang dihadapi. Dengan menggunakan asumsi bahwa seorang investor adalah *risk averse*, investor yang rasional akan memilih portofolio yang memiliki return tertentu dengan

resiko minimal, portofolio yang memenuhi persyaratan tersebut disebut portofolio yang efisien.

Dengan berdasarkan pada latar belakang masalah tersebut, maka penulis akan mengangkat judul “**Analisis Perbandingan Efisiensi Portofolio Saham LQ-45 dan Saham non LQ-45 (Periode Semester I dan II Tahun 2004)**”.

B. Rumusan Masalah Penelitian

Berdasarkan pada uraian dalam latar belakang tersebut, maka yang menjadi pokok masalah dalam penelitian ini adalah :

1. Apakah terdapat perbedaan yang efisien antara portofolio saham LQ-45 dan saham non LQ-45.

C. Tujuan Penelitian

Berdasarkan pada latar belakang masalah dan pokok masalah yang ada, maka tujuan dari penelitian ini adalah :

1. Untuk mengetahui adakah perbedaan yang signifikan antara return dan resiko keuntungan portofolio pada saham LQ- 45 dengan saham non LQ- 45.

D. Manfaat Penelitian

Manfaat penelitian ini yaitu sebagai tambahan pertimbangan untuk melakukan pengambilan keputusan dan kebijakan dalam investasi bagi para investor, pialang, underwriter, dan emiten.

Sedangkan bagi penulis, penelitian ini dapat menambah pengetahuan mengenai hal yang berkaitan dengan investasi, khususnya antara saham LQ-45 dan saham non LQ-45.

BAB II

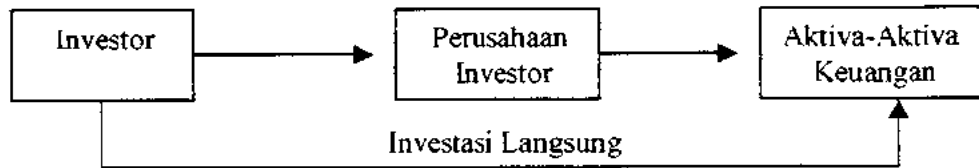
KAJIAN PUSTAKA

2.1 Pengertian Investasi

Investasi adalah penanaman modal untuk satu atau lebih aktiva yang dimiliki, biasanya berjangka waktu lama dengan harapan mendapat keuntungan di masa yang akan datang. Keputusan penanaman modal tersebut dapat dilakukan oleh individu atau lembaga – baik dalam jangka pendek atau panjang- yang mempunyai kelebihan dana. Pihak ini kemudian disebut sebagai investor.

Investasi dalam arti luas terdiri dari dua bagian utama yaitu Investasi dalam bentuk aktiva riil (*real assets*) dan investasi dalam bentuk surat-surat berharga atau sekuritas (*marketable securities* atau *financial assets*).

Pemilikan aktiva finansial dalam rangka investasi pada sebuah institusi atau perusahaan dapat dilakukan dengan dua cara, yaitu investasi langsung (*direct investing*) dan investasi tidak langsung (*indirect investing*). Investasi langsung diartikan sebagai suatu pemilikan surat-surat berharga secara langsung dalam suatu perusahaan yang telah *go public*. Investasi tidak langsung dilakukan dengan membeli saham dari perusahaan investasi yang mempunyai portofolio aktiva-aktiva keuangan dari perusahaan lain. Perusahaan investasi (*investment company*) berfungsi sebagai perantara. Gambar 2.1 menunjukkan investasi langsung dan investasi tidak langsung (Jogiyanto, 2000)



Gambar 2.1 Investasi langsung dan Investasi tidak langsung

Sumber : Jogiyanto (2000)

2.2 Pengertian Efisiensi Portofolio Saham

Portofolio saham yang efisien adalah portofolio saham yang memberikan return ekspektasi terbesar dengan tingkat resiko yang sudah pasti atau portofolio saham yang mengandung resiko terkecil dengan tingkat return ekspektasi yang sudah pasti. Portofolio saham yang efisien merupakan kombinasi investasi yang memberikan tingkat keuntungan yang sama dengan resiko yang lebih rendah, atau dengan resiko yang sama memberikan tingkat keuntungan yang lebih tinggi (Husnan, 1998, hal 69). Setiap usaha dilakukan investor dalam pendiversifikasian dana miliknya untuk membentuk portofolio saham tersebut. Koefisien korelasinya ternyata memiliki pengaruh yang cukup besar untuk mengurangi resiko portofolio, seperti yang dapat dilihat pada rumus berikut:

$$\sigma_p^2 = X_a^2 \sigma_a^2 + X_b^2 \sigma_b^2 + 2(X_a \cdot X_b \cdot \sigma_a \cdot \sigma_b \cdot \rho_{ab})$$

Korelasi (ρ_{ab}) adalah suatu koefisien yang menunjukkan keeratan hubungan antara dua variabel dan kedua variabel tersebut adalah tingkat keuntungan saham.

2.3 Pengertian Resiko dan Return (Tingkat Keuntungan)

Investasi pada saham adalah bukan investasi yang sifatnya bebas dari risiko (*risk free*), namun ada beberapa risiko yang memang menjadi karakteristiknya dibandingkan instrumen lainnya. Risiko investasi pada saham adalah adanya kemungkinan mengalami kerugian (*capital loss*), kehilangan kesempatan untuk melakukan investasi di instrumen lainnya (*opportunity loss*), dan adanya kemungkinan emiten akan dilikuidasi. Kemungkinan investor mengalami kerugian timbul karena adanya fluktuasi harga saham. Fluktuasi harga saham dipengaruhi oleh beberapa faktor diantaranya adalah kinerja dari emiten yang bersangkutan, kondisi makro ekonomi, kekuatan pasar dan faktor-faktor lain yang tidak dapat dijelaskan. Kondisi makro ekonomi yang secara tidak langsung mempengaruhi harga saham diantaranya adalah tingkat inflasi, tingkat suku bunga, dan kondisi politik di dalam negeri. Sebagai contoh, tingkat inflasi yang tinggi akan menyebabkan pasar modal menjadi lesu dan tidak bergairah. Inflasi adalah kondisi dimana harga-harga barang pada umumnya menjadi lebih tinggi dari sebelumnya. Inflasi bisa berasal dari sektor riil maupun sektor moneter. Yang berkaitan dengan pasar modal adalah inflasi yang berasal dari sektor moneter. Hal ini karena inflasi berkaitan langsung dengan tingkat suku bunga dipasar. Jika inflasi naik tingkat suku bunga juga naik.

Dua unsur yang melekat pada setiap investasi adalah hasil (*return*) dan resiko (*risk*). Dua unsur ini selalu mempunyai hubungan searah, semakin tinggi resiko investasi, semakin besar peluang hasil yang

diperoleh. Sebaliknya semakin kecil resiko, semakin kecil pula peluang hasil yang akan diperoleh. Resiko dinyatakan sebagai seberapa jauh hasil yang diperoleh menyimpang dari hasil yang diharapkan. Sedangkan tingkat keuntungan yang dimaksudkan adalah tingkat keuntungan yang diharapkan (*expected return*). Secara umum resiko dapat dikurangi dengan menggabungkan beberapa sekuritas tunggal ke dalam portofolio. Resiko portofolio bukan merupakan rata-rata tertimbang dari seluruh resiko sekuritas tunggal dan besarnya mungkin dapat lebih kecil atau lebih besar dari resiko rata – rata tertimbang masing-masing sekuritas tunggal. Resiko surat berharga secara individu pada umumnya akan lebih besar daripada resiko portofolio.

Adapun dalam melakukan investasi pada saham tidak akan bisa terlepas dari adanya unsur resiko. Secara ringkas pengertian resiko pada saham dibagi menjadi tiga macam yaitu (Sunariah, 2000)

1. Resiko Sistematis

Resiko ini timbul disebabkan oleh faktor – faktor yang memengaruhi semua perusahaan yang beroperasi dan berlaku bagi semua saham dalam pasar modal yang bersangkutan. Faktor-faktor ini lebih bersifat makro seperti kondisi perekonomian, kebijaksanaan pemerintah ataupun karena kejadian-kejadian di luar kegiatan perusahaan seperti inflasi, resesi dan lain sebagainya. resiko ini tidak mungkin dapat dihindari oleh investor melalui diversifikasi sekalipun.

2. Resiko Tidak Sistematis

Resiko ini terjadi karena karakteristik perusahaan atau institusi keuangan yang mengeluarkan sekuritas berbeda satu dengan yang lainnya seperti misalnya dalam hal kemampuan manajemen, kebijakan investasi, kondisi lingkungan kerja. Perbedaan atau keunikan itu membuat masing – masing sekuritas memiliki kepekaan yang berbeda terhadap setiap perubahan pasar. Contoh penyebab resiko ini adalah masalah perusahaan seperti pemogokkan, tuntutan hukum yang kemudian berpengaruh pada fluktuasi harga saham yang bersangkutan. Resiko tidak sistematis merupakan resiko yang terikat dengan suatu saham tertentu dan dapat dihindari atau diperkecil melalui diversifikasi.

3. Resiko Total

Resiko total merupakan penjumlahan dari resiko sistematis dan resiko tidak sistematis.

Ada beberapa sumber resiko yang mempengaruhi besarnya resiko suatu investasi (Tandelilin, 1998).

1. Resiko suku bunga

Perubahan tingkat suku bunga bisa mempengaruhi variabilitas return suatu investasi. Perubahan suku bunga akan mempengaruhi harga saham secara terbalik, *ceteris paribus*. Artinya jika suku bunga meningkat, maka harga saham turun begitupun sebaliknya jika tingkat suku bunga turun maka harga saham naik.

2. Resiko pasar

Fluktuasi pasar secara keseluruhan yang mempengaruhi variabilitas return suatu investasi disebut resiko pasar. Fluktuasi pasar biasanya ditunjukkan oleh berubahnya index pasar saham secara keseluruhan. Perubahan pasar biasanya dipengaruhi oleh resesi ekonomi, kerusuhan dan perubahan politik.

3. Resiko inflasi

Inflasi yang meningkat akan mengurangi kekuatan daya beli rupiah yang telah diinvestasikan, oleh karenanya resiko inflasi bisa disebut juga resiko daya beli. Jika inflasi naik biasanya investor meminta tambahan premium inflasi untuk menurunkan kompensasi penurunan daya beli yang dialaminya.

4. Resiko bisnis

Resiko dalam menjalankan bisnis disebut resiko bisnis, misalnya perusahaan yang bergerak dalam bidang produksi pakaian akan terpengaruh oleh karakteristik perusahaan tersebut.

5. Resiko Finansial

Resiko ini berkaitan dengan keputusan perusahaan untuk menggunakan utang dalam pembiayaan modalnya, semakin besar proporsi utang yang digunakan perusahaan, semakin besar resiko finansial yang dihadapi oleh perusahaan.

6. Resiko likuiditas

Resiko ini berkaitan dengan kecepatan suatu sekuritas yang diterbitkan perusahaan bisa diperdagangkan di pasar sekunder.

Semakin cepat sekuritas diperdagangkan semakin liquid sekuritas tersebut, demikian sebaliknya.

7. Resiko nilai tukar mata uang

Resiko ini berkaitan dengan fluktuasi nilai tukar mata uang domestik dengan nilai mata uang negara lain.

8. Resiko negara.

Resiko ini sering disamakan dengan keadaan yang terjadi di negara yang bersangkutan, dimana dalam keadaan kacau negara tersebut resiko yang dihadapi oleh investor sangat besar.

Return merupakan hasil yang diperoleh dari investasi. Return dapat berupa return realisasi yang sudah terjadi atau return ekspektasi yang belum terjadi tetapi yang diharapkan akan terjadi di masa mendatang.

Tingkat keuntungan yang diharapkan adalah return yang diharapkan akan diperoleh oleh investor di masa mendatang. Berbeda dengan return realisasi yang sifatnya sudah terjadi, return yang diharapkan sifatnya belum terjadi.

2.4 Hubungan Return dan Resiko Tingkat Keuntungan Saham

Return realisasi merupakan return yang telah terjadi dan dihitung berdasarkan data historis. Return realisasi penting karena digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja dari perusahaan.

Menghitung return realisasi dapat digunakan dengan rumus sebagai berikut :

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

Dimana :

R_t = return pada hari ke t

P_t = *closing price* pada hari ke t

P_{t-1} = *closing price* pada hari ke t-1

Dalam setiap investasi akan selalu ada resiko, dan resiko dari tingkat keuntungan ini sangatlah penting dimana akan sangat mempengaruhi efisiensi portofolio saham yang akan diteliti. Pertimbangan suatu investasi merupakan *trade-off* dari kedua faktor ini. Return dan resiko mempunyai hubungan yang positif. Dimana semakin besar tingkat keuntungan yang diharapkan, semakin tinggi resiko yang akan ditanggung.

Resiko sering dihubungkan dengan penyimpangan atas deviasi dari *outcome* yang diterima dan diekspektasi, Horne dan Wachowichs (Jogiyanto, 1998) mendefinisikan resiko sebagai variabilitas return terhadap return yang diharapkan. Untuk resiko realisasi, metode yang sering digunakan adalah deviasi (*standard deviation*) yang mengukur absolut penyimpangan nilai-nilai yang sudah terjadi dengan nilai rata-ratanya (sebagai nilai yang diekspektasinya) standar deviasi dapat dinyatakan sebagai berikut :

$$SD = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}{n-1}}$$

Dimana :

SD = Standard deviation

X_i = Nilai ke- i

\bar{x} = Nilai rata-rata

n =Jumlah dari observasi

Akan tetapi dengan bantuan komputer akan lebih mempermudah dalam menghitung resiko dari tingkat keuntungan saham melalui bantuan Microsoft Excel.

2.5 Jenis – jenis Indeks dan Pemilihan Sampel Untuk Indeks LQ-45

Di dalam Bursa Efek Jakarta terdapat empat jenis indeks, antara lain :

1. Indeks Individual, menggunakan indeks harga masing-masing saham terhadap harga dasarnya.
2. Indeks Harga Saham Sektoral, menggunakan semua saham yang termasuk dalam masing-masing sektor. Di BEJ indeks sektoral terbagi atas sembilan sektor yaitu :
 - A. Sektor Primer (Ekstraktif) :
 1. Pertanian
 2. Pertambangan
 - B. Sektor Sekunder (Industri Manufaktur) :
 3. Industri Dasar dan Kimia
 4. Aneka Industri
 5. Industri Barang Konsumsi

C. Sektor Tersier (Jasa) :

6. Properti dan Real Estate
 7. Transportasi dan Infrastruktur
 8. Keuangan
 9. Perdagangan, Jasa dan Investasi
3. Indeks LQ-45, menggunakan 45 saham yang terpilih berdasarkan likuiditas perdagangan saham dan disesuaikan setiap enam bulan (setiap awal bulan Februari dan Agustus). Dengan demikian saham yang terdapat dalam indeks tersebut akan selalu berubah.
 4. Indeks Harga Saham Gabungan atau IHSG (*composite share price index*), menggunakan semua saham yang tercatat sebagai komponen perhitungan indeks.

Indeks LQ-45

Indeks LQ-45 mencakup saham-saham dengan nilai pasar dengan likuidasi yang tinggi. Indeks LQ-45 saat ini terdiri dari 45 saham terpilih yang dapat mewakili pasar. Nilai pasar agregat dari saham-saham tersebut meliputi lebih dari 70 persen dari total kapitalisasi pasar di BEJ. Nilai agregat ini juga meliputi sekitar 72,5 persen dari total transaksi di pasar reguler. Dengan demikian indeks ini menyajikan cermin yang akurat akan perubahan nilai pasar dari seluruh saham yang aktif diperdagangkan di BEJ. Tujuan indeks LQ-45 tidak dimaksudkan untuk mengganti IHSG yang ada saat ini, tetapi justru sebagai pelengkap IHSG dan Indeks Sektoral. Indeks LQ-45 khususnya bertujuan untuk menyediakan

sarana yang obyektif dan terpercaya bagi analis keuangan, manajer investasi, investor, dan pemerhati pasar modal lainnya dalam memonitor pergerakan harga-harga saham yang aktif diperdagangkan.

Kriteria Pemilihan Saham untuk Indeks LQ-45

Untuk dapat masuk dalam pemilihan suatu saham harus memenuhi kriteria tertentu dan melewati seleksi utama, sebagai berikut :

1. Masuk dalam ranking 60 terbesar dari total transaksi saham di Pasar Reguler (rata-rata nilai transaksi selama 12 bulan terakhir).
2. Ranking berdasarkan Kapitalisasi Pasar (rata-rata kapitalisasi pasar selama 12 bulan terakhir).
3. Telah tercatat di BEJ minimum 3 bulan.
4. Keadaan keuangan perusahaan dan prospek pertumbuhannya, frekuensi dan jumlah hari perdagangan transaksi di Pasar Reguler.

Bursa Efek Jakarta terus menerus memantau perkembangan komponen saham yang masuk dalam penghitungan indeks LQ-45. Setiap tiga bulan sekali akan dilakukan review pergerakan ranking saham-saham yang akan digunakan dalam penghitungan indeks LQ-45. Penggantian saham akan dilakukan setiap enam bulan sekali, yaitu setiap awal bulan Februari dan Agustus. Apabila terdapat saham yang tidak memenuhi kriteria lagi, maka saham tersebut harus dikeluarkan dari penghitungan indeks dan diganti dengan saham lain yang memenuhi kriteria.

2.6 Teori Portofolio

Teori portofolio pertama kali diperkenalkan oleh Harry Markowitz pada tahun 1952. portofolio diartikan sebagai serangkaian atau kombinasi aktiva yang diinvestasikan dan dipegang oleh investor, baik perorangan maupun lembaga. Kombinasi aktiva tersebut bisa berupa aktiva riil, aktiva financial ataupun keduanya. Dalam penelitian ini kombinasi aktiva tersebut dibatasi hanya pada aktiva financial, yaitu surat berharga yang berupa saham. Dengan demikian, teori portofolio disini dimaksudkan sebagai teori yang dapat digunakan sebagai alat bantu untuk mengambil keputusan investasi pada surat berharga, khususnya saham, pada situasi yang tidak pasti dengan tujuan untuk mengurangi resiko karena kepemilikan investasi tersebut.

Tiga masalah yang dihadapi oleh seorang investor bila akan membentuk portofolio, yaitu :

1. *Asset Selection*

Bagaimana memilih asset yang tepat dalam hal ini berarti investor melakukan analisis terhadap suatu aset dan difokuskan dalam peramalan pergerakan harga dari saham tersebut secara individual.

2. *Asset Timing*

Bagaimana menentukan waktu yang tepat untuk melakukan transaksi dalam pemilihan dan penjualan asset secara tepat.

3. *Proper Diversification*

Bagaimana membuat diversifikasi secara tepat untuk membentuk portofolio yang dapat meminimalkan resiko dengan batasan keuntungan tertentu.

Dengan kata lain investor harus dapat memilih asset-asset yang tepat pada waktu yang tepat dan mendiversifikasikan dengan cara yang tepat pula.

Untuk mengetahui masalah pembentukan portofolio tersebut, terdapat berbagai cara yang dapat digunakan, antara lain (Indramawan, 1999).

1. *Native Diversification*, yang disebut sebagai *random selection*, yaitu membentuk suatu portofolio saham yang dipilih secara acak dan hanya berdasarkan dari preferensi investor.
2. *Efficient Diversification*, yaitu membentuk suatu portofolio yang terdiri dari saham-saham yang dipilih secara sistematis. Dasar pemilihan tersebut adalah resiko yang bersedia ditanggung oleh investor, cara ini telah memperhitungkan hubungan antara tingkat keuntungan yang diharapkan dari suatu saham dengan tingkat keuntungan yang diharapkan dari saham-saham lain.

Teori Portofolio modern yang pada saat ini ada termasuk dalam konteks *Efficient Diversification*. Asumsi dasar yang terdapat pada teori portofolio menurut foster dalam Tjahjawati (1999) :

1. Return saham memiliki distribusi normal

Dari asumsi ini maka terdapat dua perhitungan statistik yang relevan, yaitu *mean* serta *variance*. *Mean* digunakan untuk mengukur tingkat

keuntungan saham, sedangkan *variance* digunakan untuk mengukur resiko saham.

2. Investor adalah seorang *risk adverse*

Berarti investor rasional cenderung memilih saham yang dapat memberikan tingkat keuntungan yang lebih pada resiko yang telah ditentukan dan sebaliknya memilih saham yang memiliki resiko rendah pada tingkat keuntungan yang telah ditentukan.

2.7 Return dan Resiko Portofolio

Dalam teori portofolio terdapat dua hal yang penting yaitu return saham dan resiko portofolio. Return yang dipertimbangkan disini adalah tingkat keuntungan yang diharapkan, karena dalam kegiatan investasi investor tidak dapat mengatakan secara pasti tingkat keuntungan yang diperoleh dan seberapa besar resiko yang dihadapi. (Husnan, 1998)

Tingkat keuntungan yang diharapkan dari suatu portofolio tidak lain adalah merupakan rata-rata tertimbang dari tingkat keuntungan yang diharapkan dari masing-masing saham yang membentuk portofolio (Husnan, 1998).

Dinyatakan dalam rumus :

$$E = (R_p) = \sum_{i=1}^N X_i \cdot E(R_i)$$

Dimana :

$E(R_p)$ = Tingkat keuntungan yang diharapkan dari portofolio dari portofolio

X_i = Proporsi dana pada saham

$E(R_i)$ = Tingkat keuntungan yang diharapkan dari saham i

Dengan demikian, dalam pembentukan portofolio harus dipertimbangkan keuntungan saham pembentuk portofolio tersebut, serta proporsi dana dari masing-masing saham.

Selain memperhitungkan return, investor juga harus memperkirakan resiko yang akan dihadapi. Resiko merupakan kemungkinan perbedaan antara return aktual dengan return yang diharapkan. Semakin besar perbedaan yang dihadapinya semakin besar investasi tersebut.

Sedangkan untuk menentukan resiko portofolio yang dinyatakan dalam variance tingkat keuntungan lebih rumit daripada menentukan tingkat keuntungan yang diharapkan, karena dalam perhitungan variance harus dimasukkan dalam unsur korelasi antara tingkat keuntungan dari saham-saham yang membentuk portofolio tersebut. Resiko disini adalah kemungkinan menyimpangnya tingkat keuntungan yang sebenarnya dengan yang diharapkan.

Diversifikasi yang dilakukan investor akan mengurangi resiko, tapi selama investasi-investasi tersebut tidak mempunyai koefisien korelasi antara tingkat keuntungan yang negatif sempurna, maka kita tidak bisa menghilangkan fluktuasi tingkat keuntungan portofolio tersebut. Dengan kata lain, semakin kita menambah jumlah jenis saham dalam suatu portofolio tersebut, kita akan selalu dihadapkan pada resiko yang akan kita hadapi.

2.8 Model – Model Portofolio

Teori portofolio pertama kali diperkenalkan oleh Harry Markowitz (1956) yang kemudian dikembangkan menjadi beberapa model, yaitu :

1. Model Indeks Tunggal

Model Indeks Tunggal (*Single Index Model*) dikembangkan oleh William Sharpe (1963). Model ini didasarkan pada pengamatan bahwa harga dari suatu sekuritas berfluktuasi searah dengan indeks harga pasar . Pengamatan yang dilakukan oleh William Sharpe menunjukkan bahwa kebanyakan saham menunjukkan bahwa kebanyakan saham cenderung mengalami kenaikan harga jika indeks harga saham naik, begitu pula sebaliknya. Hal ini terjadi karena return-return dari sekuritas mungkin berkorelasi karena adanya reaksi umum (*common response*) terhadap perubahan - perubahan pasar.

2. Arbitrage Pricing Theory (APT)

Model ini dikembangkan oleh Ross (1976) yang didasarkan pada pemikiran bahwa dua kesempatan investasi mempunyai karakteristik yang identik sama tidaklah bisa dijual dengan harga yang berbeda. Apabila aktiva tersebut terjual dengan harga yang berbeda, maka terjadilah arbitrage. kelebihan APT adalah tidak perlu mengidentifikasi market portofolio (yang diperlukan untuk menghitung beta dalam CAPM) dan secara teoritis pengujian APT dapat dilakukan meskipun hanya terdapat sejumlah saham yang beresiko. APT menekankan bahwa tingkat keuntungan yang

diharapkan tergantung pada pengaruh faktor – faktor makro ekonomi dan tidak oleh resiko unik, akan tetapi tidak dijelaskan berapa faktor yang mempengaruhi tingkat keuntungan tersebut. Beberapa faktor yang mempengaruhi tingkat keuntungan (Roll dan Ross, 1984) yaitu :

- Perubahan inflasi yang tidak diantisipasi
- Perubahan produksi industri yang tidak diantisipasi
- Perubahan dalam premi resiko (perbedaan antara obligasi dengan grade yang tinggi dengan yang rendah) yang tidak diantisipasi
- Perubahan slope dari kurva hasil (*yield curve*) yang tidak diantisipasi

3. Capital Asset Pricing Model (CAPM)

Capital Asset Pricing Model dikembangkan oleh Sharpe (1964) dan Lintner (1965) merupakan perluasan model indeks tunggal yang menjelaskan suatu keadaan keseimbangan hubungan resiko setiap assets apabila pasar modal berada dalam keseimbangan. Hal yang paling utama dari CAPM ini adalah mengenai hubungan antara tingkat keuntungan yang diharapkan dengan resiko (yang diukur dengan beta) Perumusan CAPM memiliki implikasi dalam penentuan harga sekuritas. Harga suatu sekuritas akan ditentukan oleh resiko sistematisnya. dimana resiko ini ditentukan oleh beta sekuritas tersebut, dan faktor yang dapat mempengaruhi tingkat keuntungan yang diharapkan adalah beta. Kelemahan CAPM ini adalah harus

membentuk dan mengidentifikasi market portofolio dan mengasumsikan bahwa portofolio pasar adalah portofolio yang efisien.

2.9 Single Index Model (Model Indeks Tunggal)

Pada penelitian kali ini penulis menggunakan model indeks tunggal dikarenakan penggunaan model indeks tunggal ini menyederhanakan perhitungan. Hal ini karena model indeks tunggal mengurangi input yang dibutuhkan dalam analisis portofolio, terutama dalam analisis resiko total portofolio yang berupa *variance*. Apabila menggunakan model Markowitz, diperlukan N Variance dan $N(N-1)/2$. Koefisien korelasi untuk menghitung Variance portofolio yang terdiri dari N saham. Sedangkan dengan model indeks tunggal, perhitungan koefisien korelasi tidak lagi diperlukan.

Model indeks tunggal merupakan penyederhanaan dari teori portofolio modern yang dikemukakan oleh Markowitz. Dalam model indeks tunggal ini, unsur-unsur pasar yang berupa indeks pasar ikut diperhitungkan. Dari pengamatan dapat diketahui bahwa pada saat bursa membaik (bursa bullish) maka harga-harga saham akan meningkat. Demikian pula sebaliknya, pada saat pasar lesu (bursa bearish) harga-harga saham akan turun. Hal ini berarti terdapat korelasi antara tingkat keuntungan saham dengan perubahan pasar (Husnan, 1998, hal 103).

Persamaan dasar dari model tersebut dinyatakan dalam rumus (Husnan, 1998, hal 104).

$$R_i = \alpha_i + \beta_i R_m + E_i$$

Dimana :

R_i = Tingkat keuntungan saham i

α_i = Bagian dari tingkat keuntungan saham i yang tidak dipengaruhi oleh perubahan pasar

β_i = Koefisien yang menyatakan besarnya perubahan pada R_i kalau terjadi perubahan pada R_m

R_m = Tingkat keuntungan Indeks saham

E_i = error term

Rumus model indeks tunggal dalam mencari tingkat keuntungan yang diharapkan dan resikonya adalah :

1. Tingkat keuntungan yang diharapkan

$$E(R_i) = \alpha_i + \beta_i E(R_m)$$

2. Variance tingkat keuntungannya

$$\sigma_i = \beta_i^2 \sigma_m^2 + \sigma_{e_i}^2$$

3. Covariance keuntungan saham i dan j

$$\sigma_{ij} = \beta_i \cdot \beta_j \sigma_m^2$$

Variance tingkat keuntungan tersebut adalah merupakan resiko total dari suatu saham. Resiko total ini terdiri dari dua komponen yaitu resiko sistematis dan resiko nonsistematis. resiko sistematis ini hanya diukur dengan koefisien beta, yaitu :

$$\beta_i = \frac{\text{Cov}(R_i, R_m)}{\text{Var}(R_m)} = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2} = \frac{\rho_{im} \cdot \sigma_i \cdot \sigma_m}{\sigma_m^2}$$

Karakteristik dari model indeks tunggal adalah merupakan rata-rata tertimbang dari beta-beta saham yang membentuk portofolio tersebut. demikian juga alpha portofolio (Elton dan Gruber, 1991, hal 105 dalam Skripsi Dhimas Ilham Sejati)

Dinyatakan dalam rumus :

$$\beta_p = \sum_{i=1}^N X_i \beta_i \qquad \alpha_p = \sum_{i=1}^N X_i \alpha_i$$

Dengan demikian return portofolio adalah :

$$E(R_p) = \sum_{i=1}^N X_i \alpha_i + E(R_m) \sum_{i=1}^N X_i \beta_i = \alpha_p + \beta_p E(R_m)$$

Sedangkan variance portofolionya adalah :

$$\sigma_p^2 = \sigma_m^2 \sum_{i=1}^N X_i^2 \beta_i^2 + \sum_{i=1}^N X_i^2 \cdot \sigma_{ei}^2 = \beta_p^2 \sigma_m^2 + \sum_{i=1}^N X_i^2 \cdot \sigma_{ei}^2$$

Apabila permodal menginvestasikan dananya dengan proporsi yang sama N saham, Variance portofolio menjadi :

$$\sigma_p^2 = \beta_p^2 \sigma_m^2 + \frac{1}{N} \left[\sum \frac{1}{N} \cdot \sigma_{ei}^2 \right]$$

semakin banyak saham atau N semakin besar, berarti semakin kecil pula nilai dari $(1/N)(\sum 1/N \cdot \sigma_{ei}^2)$, sehingga nilai tersebut dapat diabaikan. Berarti resiko portofolio hanya tergantung dari $\beta_p^2 \sigma_m^2$ dan σ_m^2 selalu sama untuk tiap-tiap saham, maka resiko portofolio mendekati :

$$\sigma_p = [\beta_p^2 \cdot \sigma_m^2] = \beta_p \cdot \sigma_m = [\sum X_i \cdot \beta_i]$$

Seperti yang disebutkan dimuka bahwa beta portofolio itu sendiri terbentuk dari rata-rata tertimbang beta saham-saham yang membentuk portofolio, sehingga dapat dikatakan bahwa resiko portofolio ditentukan oleh resiko saham-saham individual yang membentuknya, yaitu beta saham individual.

2.10 Portofolio Optimal Berdasarkan Model Indeks Tunggal

Perhitungan untuk menentukan portofolio optimal akan sangat dimudahkan jika hanya didasarkan pada sebuah angka yang dapat menentukan apakah suatu sekuritas dapat dimasukkan ke dalam portofolio optimal tersebut. Angka tersebut adalah rasio antara eksess return dengan beta (*Excess Return to Beta ratio*). Rasio ini adalah :

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

Dimana :

ERB_i = Excess Return to Beta sekuritas ke-i

$E(R_i)$ = Return yang diharapkan berdasarkan model indeks tunggal untuk sekuritas ke-i

R_f = Return aktiva bebas resiko

B_i = Beta sekuritas ke-i

Excess return didefinisikan sebagai selisih return yang diharapkan dengan return aktiva bebas resiko. *Excess return to beta* berarti mengukur kelebihan return relative terhadap satu unit resiko yang tidak dapat

didiversifikasi yang diukur dengan beta. Rasio ERB ini juga menunjukkan hubungan antara dua faktor penentu investasi, yaitu return dan resiko.

Portofolio yang optimal akan berisi dengan aktiva-aktiva yang memiliki nilai rasio ERB yang tinggi. Aktiva-aktiva dengan dengan ERB yang rendah tidak dapat dimasukkan ke dalam portofolio yang optimal. Dengan demikian diperlukan sebuah titik pembatas (*cut off point*) yang

menentukan batas nilai ERB berapa yang dikatakan tinggi. Besarnya titik pembatas ini dapat ditentukan dengan langkah-langkah sebagai berikut :

- 1) Urutkan sekuritas-sekuritas berdasarkan nilai ERB yang terbesar ke nilai ERB terkecil. Sekuritas-sekuritas dengan nilai ERB terbesar merupakan kandidat untuk dimasukkan ke dalam portofolio yang optimal.
- 2) Hitung nilai C_i :

$$C_i = \frac{\sigma_m^2 \sum_{j=1}^i \frac{\{E(R_j) - R_f\} \cdot \beta_j}{\sigma_{ej}^2}}{1 + \sigma_m^2 \sum_{j=1}^i \frac{\beta_j^2}{\sigma_{ej}^2}}$$

- 3) Besarnya *cut-off point* (C^*) adalah nilai C_i yang terbesar.
- 4) Sekuritas-sekuritas yang membentuk portofolio yang optimal adalah sekuritas sekuritas yang mempunyai ERB lebih besar atau sama dengan nilai ERB di titik C^* .sekuritas-sekuritas yang mempunyai ERB lebih kecil dari ERB titik C^* tidak diikuti sertakan dalam pembentukan portofolio optimal.

Setelah sekuritas-sekuritas yang membentuk portofolio optimal telah dapat ditentukan, selanjutnya menentukan berapa besar proporsi dana masing-masing sekuritas tersebut di dalam portofolio yang optimal. Besarnya proporsi untuk sekuritas ke- i adalah sebesar :

$$X_i = \frac{Z_i}{\sum_{j=1}^k Z_j}$$

Dengan nilai Z_i sebesar :

$$Z_i = \frac{\beta_i}{\sigma_{ei}^2} (ERB_i - C^*)$$

Dimana :

X_i = Proporsi sekuritas ke- i

k = Jumlah sekuritas pada portofolio optimal

β_i = Beta sekuritas ke- i

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

C^* = Nilai cut-off point yang merupakan nilai C_i terbesar.

2.11 Pengukuran Efisiensi Portofolio

Adapun rumus untuk mengukur efisiensi portofolio (Elton dan Gruber, 1995 dalam skripsi Dhimas Ilham Sejati) dengan ukuran theta (θ) yang diformulasikan sebagai berikut :

$$\theta = \frac{\overline{R_p} - R_f}{\text{Cov.P}}$$

Dimana :

$$\text{Cov.P} = \beta_p \cdot \sigma_m^2$$

Pengujian tingkat efisiensi antara dua portofolio saham yang berbeda dilakukan dengan perhitungan di atas dan selanjutnya dilakukan perbandingan secara langsung, maka yang mempunyai nilai efisiensi lebih besar dapat dikatakan bahwa portofolio tersebut lebih efisien, demikian pula sebaliknya.

2.12 Tinjauan Peneliti Sebelumnya

Penyusunan hipotesis penelitian sebelumnya ini juga didasari oleh penelitian-penelitian sebelumnya, adapun hasil dari penelitian tersebut tertulis di bawah ini :

1. Said Bawazer dan J. Sitanggang

Penelitian Said Bawazer dan J. Sitanggang dilakukan untuk mengetahui sejauh mana para investor telah memilih saham yang berada pada batas yang efisien dan sekaligus menentukan saham yang berada pada suatu portofolio yang optimal, sampel yang digunakan adalah 27 saham non perbankan yang masuk peringkat bagi investor domestik tahun 1991 dan 48 saham non perbankan yang masuk peringkat bagi investor asing tahun 1991. Periode waktu yang digunakan adalah 1990 dan 1991 secara bulanan.

Model alat analisis adalah Model Indeks Tunggal dari Elton dan Gruber, sedang pengujian hipotesa memakai uji proporsi statistik.

Kesimpulan hasil penelitian ini mengungkapkan bahwa investor domestik memperhatikan kinerja perusahaan tahun 1990 sebagai dasar pemilihan saham pada tahun 1991. Investor asing terbukti tidak memperhatikan kinerja perusahaan tahun 1990 sebagai dasar pemilihan sebagai dasar pemilihan saham pada tahun 1991. Walaupun demikian baik investor domestik ataupun asing terbukti tidak memilih saham dalam batas yang efisien untuk membentuk portofolio yang optimal.

2. Agus Sartono dan Sri Zulaihati

Penelitian Agus Sartono dan Sri Zulaihati dalam Dhimas Ilham Sejati dilakukan tahun 1998 dengan tujuan untuk mengetahui sampai sejauh mana realitas investor yang rasional dalam pemilihan saham yang listed di BEJ sekaligus untuk menentukan saham-saham yang berada suatu portofolio yang optimal. Sampel yang digunakan adalah sebanyak 25 saham yang masuk sebagai penghitung indeks likuiditas -45 selama lima periode pengamatan mulai dari Juli 1994 – Desember 1996. Model yang dipakai yaitu model Indeks Tunggal dari Elton dan Gruber, sedangkan uji hipotesis memakai teknik statistik non parametrik dengan model t-test.

Hasil dan kesimpulan yang didapat dari riset adalah pertama. Model Indeks Tunggal dari Elton dan Gruber dapat dijadikan salah satu model cara memilih saham dan menentukan portofolio di BEJ. Kedua, saham yang masuk sebagai faktor penghitung -45 belum

menjamin tercapainya harapan investor akan perolehan return yang diharapkan, namun investor cukup rasional dalam melakukan transaksi perdagangan di BEJ.

3. Mada Indramawan

Penelitian Mada Indramawan dalam Dhimas Ilham Sejati dilatarbelakangi oleh krisis moneter yang melanda Indonesia, yang berimbas pada melorotnya IHSG di pasar saham Indonesia. Hal ini dikarenakan menurunnya nilai rupiah terhadap mata uang asing dan kenaikan suku bunga dalam menjaga penurunan kurs rupiah terhadap dollar, sehingga investor lebih memilih menginventasikan modalnya di pasar valas maupun mendepositokan dananya di perbankan.

Penelitian ini dilakukan untuk meneliti pengaruh krisis terhadap kinerja saham-saham unggulan, juga untuk mengetahui cara membentuk portofolio yang optimal pada saham-saham unggulan baik pada masa normal maupun krisis. Disamping itu penelitian ini diharapkan juga bisa mengetahui saham-saham yang relatif tidak terpengaruh oleh krisis sehingga bisa menjadi pedoman bagi para investor yang akan melakukan transaksi di BEJ sampel diambil 30 saham yang pada semester I tahun 1998 dan semester I tahun 1998 berturut-turut masuk sebagai penghitung LQ – 45, model yang dipakai yaitu uji dua rata-rata.

Kesimpulan hasil penelitian ini menyatakan bahwa kinerja saham unggulan sangat terpengaruh oleh adanya krisis. Ada

perbedaan yang berarti terhadap return dan resiko portofolio serta tingkat efisiensi antara masa normal dengan masa krisis moneter karena untuk efisiensi portofolio pada masa normal lebih besar ketimbang pada masa krisis, hal ini dikarenakan besar return portofolio sebesar 1,8 kali, sedangkan resiko kenaikan portofolionya sebesar 3,9 kali sehingga menyebabkan portofolio menjadi tidak optimal.

4. Diah Tjahyawati

Penelitian Diah Tjahyawati dalam Dhimas Ilham Sejati dilatar belakangi oleh kinerja saham *Blue chips* yang dianggap memiliki prospek baik dan banyak diburu oleh kalangan investor di pasar saham, penelitian ini dilakukan untuk membuktikan apakah saham unggulan lebih efisien daripada saham bukan unggulan dan bagaimana membentuk portofolio yang optimal pada saham unggulan dan saham bukan unggulan.

Sampel diambil dari 30 saham yang mempunyai kapitalisasi terbesar masuk dalam faktor penghitung LQ-45 dan 30 saham bukan LQ-45 tapi yang masih aktif diperdagangkan dan mempunyai kapitalisasi terbesar.

Penelitian ini menarik kesimpulan bahwa ada perbedaan yang signifikan antara resiko dan return pada portofolio optimal dan saham unggulan lebih efisien.

5. Reza Pahlevie

Dalam penelitian Reza Pahlevie dalam Dhimas Ilham Sejati terdapat perbedaan dimana penelitian sebelumnya nilai return pasarnya ($R_m = 1.0000$), sedangkan pada penelitian ini return pasarnya ($R_m = -0.0001$) dan ini terjadi karena sering melemahnya indeks yang disebabkan oleh berbagai sentimen negatif akibat permasalahan politik, sosial, ekonomi dan ketahanan negara.

Kesimpulan penelitian ini tidak terdapat perbedaan yang signifikan terhadap return dengan resiko portofolio, dimana return portofolio SU 2,49 kali lebih besar dari pada return SBU, akan tetapi resiko yang dihadapi portofolio SU lebih besar 4,04 kali dari portofolio SBU. Dan portofolio saham bukan unggulan ternyata lebih efisien dibandingkan saham unggulan.

6. Tatang Ary Gumanti dan Farid Ma'ruf

Penelitian Tatang Ary Gumanti dan Farid Ma'ruf tentang hipotesis pasar efisien menyatakan bahwa harga sekuritas mencerminkan semua informasi yang tersedia. Semakin cepat harga bereaksi terhadap masuknya informasi baru, semakin efisien pasar tersebut. Anomali akhir pekan menyatakan bahwa harga saham cenderung naik pada hari Jum'at dan turun pada hari Senin. Kecenderungan kurang rasional pada hari Senin, membuat return hari Senin secara rata-rata adalah negatif. Pengujian pengaruh hari perdagangan di Bursa Efek Jakarta terhadap *abnormal return* saham

harian diperoleh hasil yang menunjukkan bahwa rata-rata *abnormal return* saham harian positif terjadi pada hari Rabu dan Jum'at.

Berdasarkan hasil analisis yang dilakukan, dapat disimpulkan bahwa pengaruh efek akhir pekan terhadap return saham kelompok LQ-45 di Bursa Efek Jakarta dengan melakukan pengujian terhadap *return* saham harian menghasilkan rata-rata *return* saham harian terbesar terjadi pada hari perdagangan Jum'at dan terendah pada hari perdagangan Senin.

7. Dhimas Ilham Sejati

Sedangkan penelitian Dhimas sendiri, penelitiannya ini dilatar belakangi oleh penelitian sebelumnya yang membahas tentang kinerja saham *Blue chips* atau yang lebih dikenal sebagai saham LQ-45 yang dianggap memiliki prospek baik dan banyak diburu oleh kalangan investor di pasar saham dengan membandingkannya terhadap saham non LQ-45, penelitian ini dilakukan untuk membuktikan apakah saham unggulan atau saham LQ-45 lebih efisien daripada saham bukan unggulan atau saham non LQ-45 dan bagaimana membentuk portofolio yang optimal pada saham unggulan dan saham bukan unggulan tersebut.

Penelitian sebelumnya menggunakan 45 sampel perusahaan LQ-45 dan 45 sampel perusahaan non LQ-45, tetapi kemudian dari 45 sampel perusahaan LQ-45 tersebut hanya tersisa 29 perusahaan LQ-

45 berdasarkan kriteria *purposive sampling* yaitu sampel yang diatas tingkat signifikansi 5% akan dieliminasi. terus dieliminasi lagi menjadi 15 sampel perusahaan untuk menentukan proporsi dana dari saham LQ-45 berdasarkan perhitungan tingkat pembatas pada saham-saham LQ-45 dan ERB (*Excess Return to Beta*). Begitu juga dengan saham non LQ-45, pertama kali menggunakan sampel 45 perusahaan, tetapi kemudian dari 45 sampel perusahaan non LQ-45 tersebut hanya tersisa 8 perusahaan non LQ-45 berdasarkan kriteria *purposive sampling* yaitu sampel yang diatas tingkat signifikansi 5% akan dieliminasi. terus dieliminasi lagi menjadi 5 sampel perusahaan untuk menentukan saham-saham non LQ-45 dengan tingkat keuntungan yang positif. Dari proses pembentukan portofolio baik saham LQ-45 maupun saham non LQ-45 serta hasil pengujian, dapat diketahui bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan terhadap return dan resiko portofolio saham LQ-45 dan saham non LQ-45, serta tingkat efisiensi non LQ-45 lebih besar dari tingkat efisiensi saham LQ-45. Hal ini disebabkan walaupun perbandingan antara return portofolio saham non LQ-45 (4,95%), lebih kecil dari return portofolio saham LQ-45 (4,96%). akan tetapi resiko yang dihadapi pada portofolio saham non LQ-45 (4,52%), lebih kecil dari resiko portofolio saham LQ-45 (8,62%).

Sehingga didapat kesimpulan bahwa tidak ada portofolio yang mendominasi portofolio yang lain. karena perbandingan resiko lebih

besar dibandingkan perbandingan return saham maka portofolio saham non LQ-45 yang mempunyai return yang hampir sama sama dengan return saham LQ-45, tetapi resiko saham non LQ-45 jauh lebih kecil dari resiko saham LQ-45 sehingga dapat dikatakan bahwa portofolio saham non LQ-45 lebih efisien. Hal tersebut disesuaikan dengan kriteria portofolio yang efisien, yaitu portofolio yang memberikan tingkat keuntungan tertentu dengan resiko terendah atau dengan resiko tertentu dengan tingkat keuntungan tertinggi.

Dengan adanya penelitian-penelitian di atas, mendasari penulis untuk melanjutkan penelitian yang ada, karena setiap periode harga saham dan IHSG selalu berubah. Kita bisa melihat penelitian yang dilakukan oleh Mada Indramawan, penelitiannya dilatarbelakangi oleh krisis moneter yang sedang terjadi dan pengaruhnya terhadap kinerja saham-saham yang listed di BEJ baik itu saham unggulan ataupun saham bukan unggulan, kemudian penelitian yang dilakukan oleh Reza Pahlevie dimana saat penelitian tersebut penurunan nilai return pasar sebesar ($R_m - 0,0001$), berbeda jauh dengan penelitian yang dilakukan oleh Diah Tjahyawati dimana nilai return pasarnya sebesar ($R_m = 1,0000$), sehingga dapat ditarik kesimpulan dari penelitian tersebut bahwa yang mendasari perubahan nilai pasar adalah keadaan ekonomi dan stabilitas nasional.

Dengan adanya pemikiran dan hasil analisis yang telah dilakukan oleh peneliti sebelumnya, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai

berikut : Tidak ada perbedaan efisien portofolio pada saham LQ-45 dan saham non LQ-45