



MANIS: JURNAL MANAJEMEN, INOVASI BISNIS DAN STRATEGI

Homepage: www.jurnal.usk.ac.id/manis

Vol. 1 No. 2, Desember (2023)

Analisis Perbandingan Kinerja Portofolio Saham Pada Kelompok Saham Kapitalisasi Besar Dan Kapitalisasi Kecil Di Bursa Efek Indonesia

Putri Sakina¹⁾, Fathurrahman Anwar²⁾

Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Syiah Kuala Banda Aceh

Email: Putrisakina855@gmail.com

ABSTRAK

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui bagaimana perbandingan kinerja portofolio optimal kelompok saham kapitalisasi besar dan saham kapitalisasi kecil di Bursa Efek Indonesia periode Januari 2020 – Desember 2022. Penelitian ini menggunakan Model Indeks Tunggal dalam membentuk portofolio optimal dan Indeks Sharpe dalam mengukur kinerja portofolio yang dibentuk. Populasi dalam penelitian ini adalah 45 saham yang termasuk kapitalisasi besar dan 56 saham yang termasuk kapitalisasi kecil. Teknik penentuan sampel menggunakan *purposive sampling* yaitu 19 saham pada kapitalisasi besar dan 29 saham pada kapitalisasi kecil. Metode observasi digunakan dalam penelitian ini untuk pengumpulan data. Hasil penelitian menunjukkan bahwa selama periode Januari 2020 – Desember 2022 kinerja portofolio saham kapitalisasi kecil dengan nilai Sharpe 90,45% lebih baik dibandingkan kinerja portofolio saham kapitalisasi besar dengan nilai Sharpe 60,81%. Penelitian ini sesuai dengan anomali *size effect*, dimana saham berkapitalisasi kecil berkinerja lebih baik atau memberikan *return* yang lebih tinggi dibandingkan dengan saham berkapitalisasi besar.

Kata kunci: Kinerja Portofolio; Portofolio Optimal; Model Indeks Tunggal; Kapitalisasi Besar; Kapitalisasi kecil; Anomali Size Effect.

Comparative Analysis of Stock Portfolio Performance In Large Capitalization And Small Capitalization Stock Groups On The Indonesian Stock Exchange

ABSTRACT

The purpose of this study is to find out how to compare the performance of the optimal portfolio of the large capitalization stock and small capitalization stock on the Indonesia Stock Exchange for the period January 2020 – December 2022. This study uses the Single Index Model to form an optimal portfolio and the Sharpe Index to measure the performance of the formed portfolio. The population in this study were 45 stocks including large capitalization and 56 stock including small capitalization. The technique of determining the sample using purposive sampling, namely 19 shares in large capitalization and 29 shares in small capitalization. The observation method was used in this study for data collection. The result showed that during the period January 2020 – December 2022 the performance of the small capitalization stock portfolio with a Sharpe value of 90,45% was better than the performance of the large capitalization stock portfolio with a Sharpe value 60,81%. This study is consistent with the size effect anomaly, where small capitalized stock perform better or provide higher returns compared to large capitalized stock.

Keywords: Portfolio Performance; Optimal Portfolio; Single Index Model; Large Capitalization; Small Capitalization; Size Effect Anomaly.

PENDAHULUAN

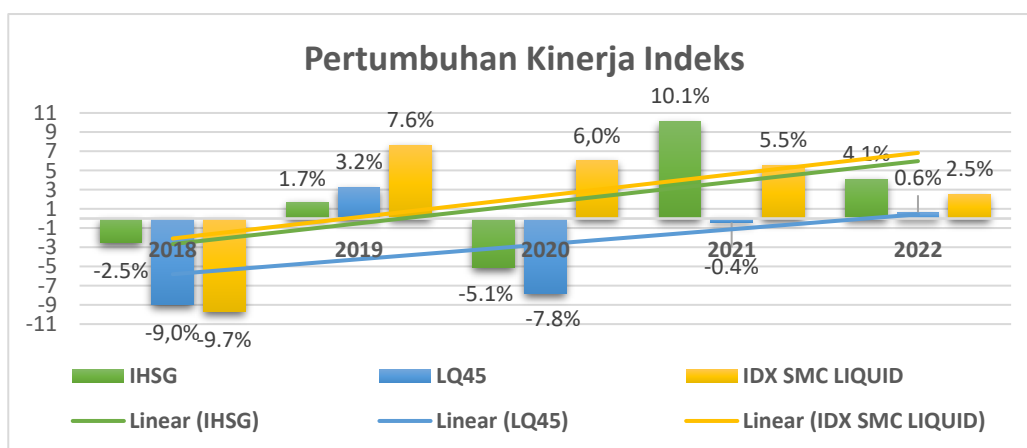
Penelitian pertama kali yang membuktikan anomali yang berkaitan dengan *size effect* oleh Banz (1981) dan diperkuat oleh Reinganum (1981), menemukan fenomena dimana saham

small cap memberikan *return* yang lebih tinggi daripada saham big cap atau dengan kata lain ukuran perusahaan memiliki hubungan yang negatif dengan *return* saham. Banz telah menemukan adanya *return* abnormal yang bisa diperoleh investor jika memiliki saham dari *small cap*, selama periode 1936-1977. Selanjutnya, penelitian tentang *size effect* juga diteliti oleh Chan, Hamao dan Lakonishok (1991) menunjukkan adanya *size effect* yaitu saham *small cap* cenderung lebih mengungguli daripada saham *big cap*.

Penelitian berbeda yang dilakukan oleh Badrinath dan Kini (1994) yang menemukan bahwa ukuran perusahaan berhubungan positif dengan *return* saham, dimana saham *big cap* rata-rata lebih unggul dibandingkan *small cap*. Demikian juga dengan penelitian yang dilakukan oleh Zaheri & Barkhordary (2015) menemukan hasil penelitian yang sama, dimana saham *big cap* lebih unggul daripada saham *small cap* karena ukuran perusahaan berhubungan signifikan dengan *return* saham,

Salah satu hal yang mempengaruhi seorang investor dalam memilih saham yaitu kapitalisasi pasar. Indeks LQ 45 sebagai saham-saham penggerak indeks yang merupakan saham berkapitalisasi pasar besar di BEI. Maka dari itu, penelitian ini mengambil Indeks LQ 45 sebagai objek penelitian untuk kelompok saham kapitalisasi besar. Indeks saham tidak hanya berlaku untuk saham berkapitalisasi besar tetapi berlaku juga untuk saham berkapitalisasi kecil dan menengah. Selanjutnya untuk kelompok saham kapitalisasi kecil diambil dari indeks IDX SMC Liquid.

Berikut ini tampilan perbandingan kinerja indeks yang diambil dari lima tahun ke belakang yaitu dari tahun 2018-2022. Perbandingan saham kapitalisasi besar (*big cap*) yang dipresentasikan oleh indeks LQ 45, saham kapitalisasi kecil (*small cap*) dipresentasikan oleh indeks IDX SMC Liquid dan IHSG sebagai harga pasar yang mencerminkan kondisi pasar.



Sumber: Bursa Efek Indonesia, 2023

Gambar 1. Pertumbuhan Kinerja Indeks Tahun 2018-2022

Grafik diatas menunjukkan bahwa terdapat perbedaan pertumbuhan kinerja indeks selama tahun: 2018 hingga 2022. Bahkan, pada periode: 2019 dan 2020, indeks IDX SMC Liquid memiliki kinerja lebih baik dibandingkan IHSG dan LQ 45. Pada tahun 2021 IDX SMC Liquid mengalami penurunan dari tahun sebelumnya yaitu sebesar 0,5% dan tahun 2022 sebesar 3%, masih lebih baik kinerjanya dari LQ 45. Hal ini menunjukkan jika saham-saham kapitalisasi kecil (*small cap*) mampu memiliki kinerja lebih baik dari saham kapitalisasi besar (*big cap*).

Banyak para investor beranggapan bahwa saham *big cap* lebih baik kinerjanya dari saham

small cap. Saham *big cap* biasanya lebih menarik investor karena volume perdagangan dan likuiditas yang lebih tinggi, fundamental perusahaan yang baik, dan harga yang stabil. Saham *big cap* juga sangat likuid untuk perdagangan jangka pendek (*trading*) dan jangka panjang (investasi). Sedangkan, Saham-saham *small cap* memiliki potensi pertumbuhan yang tinggi dari waktu ke waktu, yang membuatnya lebih menjanjikan, tetapi juga lebih tidak stabil dan berisiko. Saham *small cap* mungkin kurang likuid, kurang berpengalaman dalam industri, dan tidak dikelola sebaik saham *big cap* (Savitri & Purbawangsa, 2019). Namun, data diatas menunjukkan bahwa ada pertimbangan lain yang perlu dipertimbangkan saat menilai kinerja saham *small cap*.

Maka dari itu tujuan penelitian ini untuk mengetahui apakah kinerja portofolio saham kapitalisasi besar lebih baik dari kinerja portofolio saham kapitalisasi kecil di Bursa Efek Indonesia.

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Untuk populasi penelitian ini terdapat 45 saham pada indeks LQ 45 dan terdapat 56 saham pada Indeks SMC Liquid. Setelah kriteria untuk sampel penelitian dibuat, maka diperoleh hasil sebanyak 19 saham pada indeks LQ 45 dan 29 saham pada IDX SMC Liquid periode Februari 2020 - Januari 2023.

Metode Analisis

Teknik pengolahan data pada penelitian ini menggunakan bantuan software Microsoft excel 2019. Dalam penelitian ini saham yang digunakan adalah saham yang terdaftar di indeks LQ 45 dan IDX SMC Liquid yang konsisten selama periode Februari 2020 sampai Januari 2023. Metode dalam penelitian ini menggunakan Model Indeks Tunggal untuk memilih portofolio optimal dan menggunakan model Fowler and Rocke untuk mengoreksi beta yang bias (correction beta). Beta suatu saham menunjukkan kepekaan perubahan harga saham individual terhadap indeks harga saham gabungan.

Adapun langkah-langkahnya sebagai berikut:

1. Memilih saham yang sesuai kriteria yang telah ditetapkan, yaitu saham yang konsisten terdaftar di Indeks LQ 45 dan IDX SMC Liquid selama periode Februari 2020 - Januari 2023, selanjutnya perhitungan-perhitungan yang diperlukan sebagai berikut.

- (1.) Menghitung *return* saham individual bulanan dan *return* pasar bulanan (Hartono, 2017:284).

Return saham individual:

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

Keterangan:

R_i = *Return* saham bulanan

P_t = Harga saham bulanan

P_{t-1} = Harga saham periode sebelumnya

Return pasar:

$$R_m = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

Keterangan:

R_m = *Return market (return pasar)*

$IHSG_t$ = *Return IHSG* pada periode t

$IHSG_{t-1}$ = *Return IHSG* sebelum periode t

- (2.) *Expected return* (tingkat keuntungan yang diharapkan) merupakan rata-rata *return* saham yang terdaftar dalam saham LQ45 dan IDX SMC Liquid dibagi dengan jumlah periode investasi (Hartono, 2017:301).

$$E(R_i) = \frac{\sum_{t=1}^n Rit}{n}$$

Keterangan:

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

Rit = Tingkat keuntungan saham individu

n = Jumlah periode investasi

- (3.) Standar Deviasi (SD) digunakan untuk mengukur risiko dari *realized return* jadi, varian dihitung untuk mengukur risiko (Hartono, 2017:306).

$$\sigma = \frac{\sqrt{(\sum [Rit - E(R_i)]^2)}{n-1}}$$

Keterangan:

σ = Standar Deviasi (SD)

Rit = Nilai *return* saham bulanan pada periode ke t

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

n = Jumlah periode waktu

- (4.) Menghitung varians saham dan varians pasar (Hartono, 2017:306).

$$\sigma_i^2 = \frac{\sum_{t=1}^N (Ri - E(Ri))^2}{n-1}$$

$$\sigma_m^2 = \frac{\sum_{t=1}^N (Rm - E(Rm))^2}{n-1}$$

Keterangan:

σ_i^2 = Varians *return* saham

Ri = *Return* yang sudah terjadi dari saham (*realized return*)

$E(Ri)$ = *Return* yang diharapkan dari saham (*expected return*)

σ_m^2 = Varians *return* pasar

Rm = *Return* yang sudah terjadi dari pasar (*realized market*)

$E(Rm)$ = *Return* yang diharapkan dari pasar (*expected market*)

n = Jumlah periode *realized return* saham dan *realized market*

- (5.) Beta merupakan pengukur volatilitas antara *return-return* suatu sekuritas (portofolio) dengan *return-return* pasar (Hartono, 2017:471).

$$\beta = \frac{\sigma_m}{\sigma^2_m}$$

Keterangan:

σ_m = Kovarian sekuritas saham

σ^2_m = Varian *return* pasar

- (6.) Menghitung beta koreksian dengan menggunakan model *Fowler Rocke* yang dapat dilakukan sebagai berikut (Hartono, 2017:518):

- a. Megoperasikan persamaan regresi berganda yang diadopsi dari model indeks tunggal sebagai berikut (menggunakan: 1 periode *lag* dan 1 periode *lead*).

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i^{-1} R_{Mt-1} + \beta_i^0 R_{Mt} + \beta_i^{+1} R_{Mt+1} + \epsilon_{it}$$

Keterangan:

R_i = *Return* saham pada ke i

α_i = Variabel acak yang menunjukkan komponen *return* saham ke-i yang independen terhadap kinerja pasar

β_i = Beta untuk masing-masing perusahaan ke-i

R_m = *Return* indeks pasar

ϵ_i = Kesalahan residu untuk persamaan regresi tiap-tiap perusahaan ke-i

- b. Mengoperasikan persamaan regresi untuk mendapatkan korelasi serial *return* indeks pasar dengan *return* indeks pasar sebelumnya sebagai berikut.

$$R_{mt} = \alpha_i + \rho_1 R_{m,t-1} + \varepsilon_{it}$$

- c. Menghitung bobot yang digunakan sebesar:

$$W_i = \frac{1 + \rho_1}{1 + 2 \cdot \rho_1}$$

Keterangan:

w = Bobot yang akan digunakan untuk mengalikan koefisien regresi

ρ = Korelasi serial *return* indeks pasar dengan indeks *return* pasar sebelumnya

- d. Menghitung beta koreksi sekuritas ke- i yang merupakan penjumlahan koefisien regresi berganda dengan bobot.

$$B_i = W_i B_i^{-1} + B_i^0 + W_i B_i^{+1}$$

- (7.) Alpha merupakan *intercept realized return* saham i dengan *return pasar* indeks LQ45 membandingkan perhitungan *realized return* saham i dengan *realized return* pasar IDX SMC Liquid dalam periode tertentu (Hartono, 2017:430).

$$\alpha_i = E(R_i) - \beta_i \cdot E(R_m)$$

Keterangan:

α_i = Alpha saham

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

β_i = Beta saham

$E(R_m)$ = *Expected return* pasar

- (8.) Varians dari kesalahan residu merupakan variabel yang menunjukkan besarnya risiko tidak sistematis yang unik terjadi dalam perusahaan (Bodie *et.al*, 2008)

$$\sigma_{ei}^2 = \sigma_i^2 - \beta_i^2 \cdot \sigma_m^2$$

Keterangan:

σ_{ei}^2 = Varians dari kesalahan residu

σ_i^2 = Varians *return* saham

β_i^2 = Beta saham

σ_m^2 = Varians *return* pasar

- (9.) *Excess Return to Beta* (ERB) merupakan selisih antara *expected return* dan *return* bebas risiko yang kemudian dibagi dengan beta. Nilai ERB digunakan sebagai dasar untuk menentukan saham yang masuk dalam portofolio optimal (Hartono, 2017:450).

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

Keterangan:

ERB_i = *Excess Return to Beta* saham i

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

R_{br} = *risk free of return*

β_i = beta saham

- (10.) C^*_i merupakan titik pembatas yang digunakan agar bisa menentukan apakah suatu saham yang dipilih untuk membentuk portofolio optimal dapat dimasukkan atau tidak. Saham yang dipilih adalah saham dengan nilai $C^* \leq ERB$. Sebelumnya dalam perhitungan C_i , harus dicari terlebih dahulu nilai A_i , B_i dengan masing-masing rumusnya sebagai berikut (Hartono, 2017:451).

$$A_i = \frac{(E(R_i) - R_{br}) \cdot \beta_i}{\frac{\sigma_{ei}}{\beta_i^2}}$$

$$\beta_i = \frac{\beta_i^2}{\sigma_{ei}^2}$$

$$C_i = \frac{\sigma_m^2 \cdot \sum_{j=1}^i A_j}{1 + \sigma_m^2 \cdot \sum_{j=1}^i \beta_j}$$

Keterangan:

C_i = *Cut off point*

σ_m^2 = Varian dari *return* pasar

σ_{ei}^2 = Varian dari kesalahan residu sekuritas ke-*i* yang juga merupakan risiko unik atau risiko tidak sistematis.

Cut off point merupakan nilai terbesar dari nilai-nilai titik pembatas (C_i) saham yang menjadi kandidat portofolio. Membandingkan sekuritas-sekuritas yang mempunyai nilai *Excess Return to Beta* (ERB) lebih besar atau sama dengan C^* . Jika nilai ERB lebih kecil dari nilai C^* maka saham-saham tersebut tidak masuk ke dalam portofolio optimal.

- (11.) Setelah membentuk portofolio optimal, maka langkah selanjutnya adalah menentukan proporsi masing-masing saham dalam portofolio (Hartono, 2017:454).

$$W_i = \frac{Z_i}{\sum Z_j}$$

Dengan nilai Z_i sebagai berikut (Hartono, 2017:455):

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

Keterangan:

W_i = Proporsi dana untuk setiap sekuritas

σ_{ei}^2 = varians saham

β_i = beta saham

ERB = *excess return to beta* saham ke *i*

C_i = *cut off point*

Z_j = Akumulasi $Z_1, Z_2, Z_3, \dots, Z_n$

- (12.) Jumlah dari perkalian antara proporsi sekuritas *i* terhadap beta suatu saham (Hartono 2017:444).

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

Keterangan:

β_p = Beta portofolio

W_i = Proporsi dana untuk setiap sekuritas

β_i = Beta saham

- (13.) Jumlah dari perkalian antara proporsi sekuritas *i* terhadap alfa suatu saham (Hartono 2017:444).

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

Keterangan:

α_p = Alfa portofolio

W_i = Proporsi dana untuk setiap sekuritas

α_i = Alfa saham

- (14.) Jumlah dari perkalian beta portofolio dengan alfa portofolio dikali *return* pasar (Hartono, 2017:445).

$$E(R_p) = \alpha_p + \beta_p \cdot E(R_m)$$

Keterangan:

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

α_i = Alfa saham

β_i = Beta saham

W_i = Proporsi dana untuk setiap sekuritas

$E(R_M)$ = *Expected return* pasar

- (15.) Jumlah dari beta portofolio dikali varian *return* pasar ditambah jumlah proporsi sekuritas dikalikan varian kesalahan residu sekuritas ke *i* (Hartono, 2017:445).

$$\sigma p^2 = \beta p^2 \cdot \sigma m^2 + (\sum_{i=1}^n W_i \cdot \sigma e_i^2)^2$$

Keterangan:

σp^2 = Risiko portofolio

βp^2 = Beta portofolio

σm^2 = Varian *return* pasar

W_i = Proporsi dana untuk setiap sekuritas

σe_i^2 = Kesalahan residu sekuritas *i*

- (16.) Menghitung kinerja portofolio dengan menggunakan model indeks sharpe untuk menjawab hipotesis pertama (H1). Semakin tinggi indeks sharpe portofolio tersebut maka akan semakin baik kinerjanya. Kinerja indeks sharpe dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut (Tandelilin, 2017:500):

$$S_{pi} = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p}$$

Keterangan:

S_{pi} = Indeks sharpe portofolio

R_p = *Return* portofolio selama periode pengamatan

R_f = Tingkat *return* bebas risiko selama periode pengamatan

σ_p = Standar deviasi *return* portofolio selama periode pengamatan

HASIL DAN PEMBAHASAN

Tabel 1. Rekapitulasi Expected Return, Deviasi Standar, Beta, Alpha, Risiko Unik, Dan Excess Return to Beta Masing-Masing Saham Kapitalisasi Besar.

No	Nama Saham	Ri			(Sebelum Koreksi)	(Sesudah Koreksi)			ERB
1	ADRO	0,0331	0,1302	0,0170	1,0879	1,6162	0,0275	0,0230	0,0185
2	ANTM	0,0400	0,1920	0,0369	2,6800	2,7341	0,0305	0,0540	0,0134
3	ASII	6E-05	0,1051	0,0110	1,4418	1,7395	-0,0060	0,0180	-0,0018
4	BBCA	0,0099	0,0629	0,0040	0,8974	0,9022	0,0068	0,0058	0,0074
5	BBNI	0,0137	0,1291	0,0167	2,1586	1,8685	0,0071	0,0247	0,0056
6	BBRI	0,0074	0,0903	0,0081	1,4237	1,4275	0,0024	0,0128	0,0029
7	BMRI	0,0123	0,0973	0,0095	1,4765	1,5115	0,0070	0,0147	0,0060
8	CPIN	-0,0007	0,0816	0,0067	0,5790	0,7456	-0,0033	0,0079	-0,0054
9	HMSA	-0,0212	0,0895	0,0080	0,9230	0,8086	-0,0240	0,0095	-0,0303
10	ICBP	-0,0005	0,0719	0,0052	-0,0370	0,0081	-0,0005	0,0052	-0,4674
11	INCO	0,0276	0,1305	0,0170	1,7119	1,7954	0,0213	0,0244	0,0135
12	INDF	-0,0024	0,0665	0,0044	0,2606	0,2839	-0,0034	0,0046	-0,0200
13	INKP	0,0131	0,1428	0,0204	1,6588	1,5638	0,0076	0,0260	0,0063
14	INTP	-0,0134	0,0993	0,0099	1,0428	1,2263	-0,0176	0,0133	-0,0136
15	KLBF	0,0092	0,0659	0,0043	0,4362	0,5620	0,0072	0,0051	0,0105
16	SMGR	-0,0099	0,1167	0,0136	1,2592	1,1598	-0,0140	0,0167	-0,0114
17	TLKM	0,0011	0,0751	0,0056	1,0377	1,0008	-0,0024	0,0079	-0,0022
18	UNTR	0,0107	0,1076	0,0116	0,8369	1,2041	0,0064	0,0149	0,0061
19	UNVR	-0,0132	0,0766	0,0059	0,1133	0,0698	-0,0134	0,0059	-0,2356

Sumber: Data Sekunder, 2023 (dioalah)

Tabel 2. Rekapitulasi Expected Return, Deviasi Standar, Beta, Alpha, Risiko Unik, Dan Excess Return to Beta Masing-Masing Saham Kapitalisasi Kecil.

No	Nama Saham	Ri			(Sebelum Koreksi)	(Sesudah Koreksi)			ERB
1	AALI	-0,0073	0,1283	0,0165	2,1218	2,3825	-0,0156	0,0295	-0,0044
2	ACES	-0,0261	0,0915	0,0084	0,6490	0,3717	-0,0274	0,0087	-0,0789
3	AKRA	0,0232	0,1205	0,0145	1,7522	1,6991	0,0172	0,0212	0,01171
4	BBTN	0,0040	0,1837	0,0337	2,8043	2,3646	-0,0043	0,0466	0,00031
5	BJBR	0,0087	0,1049	0,0110	1,7649	1,7827	0,0025	0,0183	0,00306
6	BSDE	-0,0031	0,1039	0,0108	1,6381	1,6346	-0,0088	0,0169	-0,0039
7	BTPS	-0,0011	0,1418	0,0201	2,0335	1,7615	-0,0072	0,0272	-0,0025
8	CTRA	0,0094	0,1452	0,0211	2,4168	1,6662	0,0036	0,0274	0,0037
9	DMAS	-0,0097	0,1189	0,0141	1,8978	1,7797	-0,016	0,0214	-0,0073
10	ERAA	0,0122	0,1390	0,0193	1,6170	1,1987	0,0080	0,0226	0,00747
11	EXCL	-0,0041	0,1168	0,0136	1,3874	1,0795	-0,0079	0,0163	-0,0068
12	HRUM	0,0736	0,2346	0,0550	0,9152	1,8357	0,0672	0,0628	0,03831
13	ITMG	0,0455	0,1587	0,0252	1,6334	1,8900	0,0389	0,0334	0,02232
14	JPFA	0,0031	0,1274	0,0162	1,2145	1,2151	-0,0012	0,0196	-0,0001
15	JSMR	-0,0068	0,1234	0,0152	1,734	1,4516	-0,0118	0,0201	-0,0069
16	LPPF	0,0256	0,2053	0,0422	2,1423	2,2967	0,0176	0,0543	0,00974
17	LSIP	-0,0043	0,1131	0,0128	1,5537	2,2186	-0,0121	0,0241	-0,0034
18	MAPI	0,0193	0,1437	0,0207	2,0011	1,6242	0,0137	0,0267	0,00988
19	MEDC	0,0229	0,1659	0,0275	2,328	2,0448	0,0158	0,0371	0,0096
20	MNCN	-0,0153	0,1121	0,0126	1,752	1,6840	-0,0212	0,0191	-0,011
21	PTPP	-0,0054	0,177	0,0313	3,0646	3,0553	-0,0160	0,0528	-0,0028
22	PGAS	0,0072	0,1598	0,0255	2,7842	2,8786	-0,0029	0,0445	0,00136
23	PTBA	0,0143	0,106	0,0112	0,8465	1,2769	0,00987	0,015	0,00867
24	PWON	0,0015	0,1193	0,0142	1,9237	1,4738	-0,0037	0,0192	-0,0012
25	SCMA	0,0015	0,146	0,0213	1,818	1,9228	-0,0052	0,0298	-0,0009
26	SMRA	-0,0021	0,1426	0,0203	2,199	1,9010	-0,0088	0,0286	-0,0028
27	TINS	0,0229	0,1674	0,0280	2,7541	2,8970	0,0127	0,0473	0,00676
28	WIKA	-0,0117	0,1514	0,0229	2,3511	2,1139	-0,0191	0,0332	-0,0071
29	WSKT	-0,0213	0,1875	0,0351	3,0851	3,0069	-0,0318	0,0559	-0,0082

Sumber: Data Sekunder, 2023 (diolah)

Berdasarkan Tabel 1 dan 2 untuk mendapatkan nilai ERB yang digunakan dalam menentukan saham-saham yang akan dimasukkan ke dalam portofolio diperlukan nilai *excepted return*, deviasi standar, beta, alpha, dan risiko unik dari masing-masing saham. ERB sendiri dihitung dengan mengurangi nilai *expected return* saham dengan *return* bebas risiko kemudian dibagi dengan nilai beta dari sekuritas. Nilai *cut off point* menunjukkan batas pemisah antara penerimaan dan penolakan saham untuk pembentukan portofolio optimal. Setelah menentukan nilai *cut off point*, maka nilai ERB dibandingkan dengan nilai *cut off point*. Jika nilai ERB lebih besar dari nilai *cut off point* maka saham tersebut memenuhi kriteria masuk ke dalam portofolio optimal. Dan jika nilai ERB lebih kecil dari *cut off point* maka saham tersebut tidak memenuhi kriteria portofolio optimal. Berikut tabel yang menggambarkan perbandingan nilai ERB yang telah diurutkan dari yang terbesar sampai yang terkecil dengan nilai *cut off point*.

Tabel 3. Peringkat Saham Berdasarkan *Excess Return to Beta* dan Penentuan *Cut off Rate Saham Kapitalisasi Besar*

No	Nama Saham	ERB	Ci	C*	Keputusan
1	ADRO	0,0185	0,00383	0,0038	Optimal
2	ANTM	0,0134	0,00324	0,0038	Optimal
3	INCO	0,0135	0,00314	0,0038	Optimal
4	KLBF	0,0105	0,00132	0,0038	Optimal
5	BBCA	0,0074	0,00179	0,0038	Optimal
6	INKP	0,0063	0,00111	0,0038	Optimal
7	UNTR	0,0061	0,00112	0,0038	Optimal
8	BMRI	0,006	0,00157	0,0038	Optimal
9	BBNI	0,0056	0,00136	0,0038	Optimal
10	BBRI	0,0029	0,00077	0,0038	-
11	ASII	-0,0018	-0,0005	0,0038	-
12	TLKM	-0,0022	-0,0005	0,0038	-
13	CPIN	-0,0054	-0,0007	0,0038	-
14	SMGR	-0,0114	-0,0018	0,0038	-
15	INTP	-0,0136	-0,0028	0,0038	-
16	INDF	-0,02	-0,0008	0,0038	-
17	HMSP	-0,0303	-0,0041	0,0038	-
18	UNVR	-0,2356	-0,0004	0,0038	-
19	ICBP	-0,4674	-1E-05	0,0038	-

Sumber: Data Sekunder, 2023 (dioalah)

Pada tabel 3, untuk saham kapitalisasi besar menunjukkan bahwa nilai ERB terbesar adalah saham ADRO (Adaro Energy Tbk.) yaitu sebesar 0,0185, sedangkan saham dengan nilai ERB terkecil adalah saham ICBP (Indofood CBP Sukses Makmur Tbk.) yaitu sebesar -0,4670. Nilai C* yang didapatkan dari nilai Ci terbesar yaitu saham ADRO (Adaro Energy Tbk.) sebesar 0,0038. Dapat diketahui dari sampel indeks kapitalisasi besar bahwa saham yang memiliki $ERB > C^*$ terdapat 9 saham diantaranya ADRO, ANTM, INCO, KLBF, BBCA, INKP, UNTR, BMRI, BBNI yang artinya saham-saham tersebut telah memenuhi syarat untuk masuk ke dalam portofolio optimal.

Tabel 4. Peringkat Saham Berdasarkan *Excess Return to Beta* dan Penentuan *Cut off Rate Saham Kapitalisasi Kecil*

No	Nama Saham	ERB	Ci	C*	Keputusan
1	HRUM	0,03831	0,0042	0,0044	Optimal
2	ITMG	0,02232	0,0044	0,0044	Optimal
3	AKRA	0,01171	0,00279	0,0044	Optimal
4	MAPI	0,00988	0,00183	0,0044	Optimal
5	LPPF	0,00974	0,00178	0,0044	Optimal
6	MEDC	0,0096	0,00197	0,0044	Optimal
7	PTBA	0,00867	0,00173	0,0044	Optimal
8	ERAA	0,00747	0,00095	0,0044	Optimal
9	TINS	0,00676	0,00196	0,0044	Optimal

10	CTRA	0,00370	0,0007	0,0044	-
11	BJBR	0,00306	0,00087	0,0044	-
12	PGAS	0,00136	0,00041	0,0044	-
13	BBTN	0,00031	6,6E-05	0,0044	-
14	JPFA	-0,0001	-2E-05	0,0044	-
15	SCMA	-0,0009	-0,0002	0,0044	-
16	PWON	-0,0012	-0,0002	0,0044	-
17	BTPS	-0,0025	-0,0005	0,0044	-
18	PTPP	-0,0028	-0,0008	0,0044	-
19	SMRA	-0,0028	-0,0006	0,0044	-
20	LSIP	-0,0034	-0,0011	0,0044	-
21	BSDE	-0,0039	-0,001	0,0044	-
22	AALI	-0,0044	-0,0014	0,0044	-
23	EXCL	-0,0068	-0,001	0,0044	-
24	JSMR	-0,0069	-0,0013	0,0044	-
25	WIKA	-0,0071	-0,0017	0,0044	-
26	DMAS	-0,0073	-0,0019	0,0044	-
27	WSKT	-0,0082	-0,0022	0,0044	-
28	MNCN	-0,011	-0,0028	0,0044	-
29	ACES	-0,0789	-0,0028	0,0044	-

Sumber: Data Sekunder, 2023 (dioalah)

Dapat dilihat pada tabel 4 yang menunjukkan nilai ERB terbesar adalah saham HRUM (Harum Energy Tbk) yaitu sebesar 0,0383, sedangkan untuk nilai ERB terkecil ada pada saham ACES (Ace Hardware Indonesia Tbk.) yaitu sebesar -0,0789. Didapatkan nilai C^* yang didapatkan dari nilai C_i terbesar yaitu saham ITMG (Indo Tambangnya Megah Tbk.) sebesar 0,0044. Dari sampel indeks kapitalisasi besar bahwa saham yang memiliki $ERB > C^*$ terdapat 9 saham diantaranya HRUM, ITMG, AKRA, MAPI, LPPF, MEDC, PTBA, ERAA, TINS, yang artinya saham-saham tersebut telah memenuhi syarat untuk masuk ke dalam portofolio optimal.

Tabel 5. Proporsi Masing-Masing Saham Yang Membentuk Portofolio Optimal Pada Saham Kapitalisasi Besar

No	Nama Saham	Z_i	W_i	Proporsi
1	ADRO	1,0322	0,2451	24,51%
2	ANTM	0,4865	0,1155	11,55%
3	INCO	0,7131	0,1693	16,93%
4	KLBF	0,7429	0,1764	17,64%
5	BBCA	0,553	0,1313	13,13%
6	INKP	0,1467	0,0348	3,48%
7	UNTR	0,1862	0,0442	4,42%
8	BMRI	0,2192	0,0521	5,21%
9	BBNI	0,1312	0,0312	3,12%
Total		4,210	1.000	100%

Sumber: Data Sekunder, 2023 (dioalah)

Tabel 5 menunjukkan bahwa proporsi dana dari saham-saham yang membentuk portofolio optimal pada saham kapitalisasi besar, dana tertinggi terdapat pada ADRO (Adaro Energy Tbk.) sebesar 24,51%, KLBF (Kalbe Farma Tbk.) sebesar 17,64%, INCO (Vale Indonesia Tbk.) sebesar 16,93%. Sehingga menjadi pertimbangan seorang investor mengalokasikan proporsi dana terbesar untuk saham kapitalisasi besar pada saham ADRO, KLBF, INCO.

Tabel 6. Proporsi Masing-Masing Saham Yang Membentuk Portofolio Optimal Pada Saham Kapitalisasi Kecil

No	Nama Saham	Zi	Wi	Proporsi
1	HRUM	0,9918	0,2412	24,12%
2	ITMG	1,0148	0,2468	24,68%
3	AKRA	0,5871	0,1428	14,28%
4	MAPI	0,3337	0,0812	8,12%
5	LPPF	0,2263	0,055	5,50%
6	MEDC	0,2869	0,0698	6,98%
7	PTBA	0,3638	0,0885	8,85%
8	ERAA	0,1628	0,0396	3,96%
9	TINS	0,1449	0,0352	3,52%
Total		4,1122	1.000	100%

Sumber: Data Sekunder, 2023 (dioalah)

Pada tabel 6 menunjukkan saham kapitalisasi kecil proporsi dana tertinggi terdapat pada ITMG (Indo Tambangraya Megah Tbk.) sebesar 24,68%, HRUM (Harum Energy Tbk.) sebesar 24,12%, AKRA (AKR Corporindo Tbk.) sebesar 14,28%. Sehingga menjadi pertimbangan seorang investor mengalokasikan proporsi dana terbesar untuk saham kapitalisasi kecil pada saham ITMG, HRUM dan AKRA.

Tabel 7. Expected Return dan Risiko Masing-Masing Saham Yang Membentuk Portofolio Optimal Pada Saham Kapitalisasi Besar

No	Nama Saham	E(Rp)	
1	ADRO	0,0081	0,0004
2	ANTM	0,0046	0,0003
3	INCO	0,0047	0,0002
4	KLBF	0,0016	2E-05
5	BBCA	0,0013	3E-05
6	INKP	0,0005	8E-06
7	UNTR	0,0005	7E-06
8	BMRI	0,0006	1E-05
9	BBNI	0,0004	8E-06
Total		0,0223	0,0010

Sumber: Data Sekunder, 2023 (dioalah)

Tabel 7 menunjukkan bahwa *expected return* tertinggi pada kapitalisasi besar dimiliki oleh saham ADRO (Adaro Energy Tbk.) sebesar 0,0081 dan terendah pada saham BBNI (Bank

Negara Indonesia Tbk.) sebesar 0,0004. Risiko tertinggi pada saham yang membentuk portofolio optimal kapitalisasi besar yaitu saham ADRO (Adaro Energy Tbk.) sebesar 0,0004 dan risiko terendah yaitu pada saham BBNI (Bank Negara Indonesia Tbk.) sebesar 8,36E-06.

Tabel 8. Expected Return dan Risiko Masing-Masing Saham Yang Membentuk Portofolio Optimal Pada Saham Kapitalisasi Kecil

No	Nama Saham	E(Rp)	
1	HRUM	0,0126	0,00068
2	ITMG	0,0102	0,00057
3	AKRA	0,0043	0,00014
4	MAPI	0,0014	4,5E-05
5	LPPF	0,0018	4,6E-05
6	MEDC	0,0014	5,3E-05
7	PTBA	0,0018	3,1E-05
8	ERAA	0,0016	6E-06
9	TINS	0,0004	2,7E-05
Total		0,0394	0,0016

Sumber: Data Sekunder, 2023 (dioalah)

Pada Tabel 8 dapat dilihat bahwa saham kapitalisasi kecil *expected return* tertinggi oleh saham HRUM (Harum Energy Tbk.) sebesar 0,0178 dan terendah pada saham ERAA (Erajaya Swasembada Tbk.) sebesar 0,0005. Selanjutnya risiko tertinggi pada saham HRUM (Harum Energy Tbk.) sebesar 0,0007 dan risikoi terendahi yaitui padai saham ERAA (Erajaya Swasembada Tbk.) sebesar 5,97E-06.

Tabel 9. Hasil Perhitungan Expected Return Portofolio dan Risiko Portofolio

No	Kapitalisasi Besar	Kapitalisasi Kecil
1	0,0172	0,0331
2	1,4784	1,8151
3	0,0208	0,0380
4	0,0010	0,0016
5	E(Rp)	0,0223
		E(Rp)
		0,0394

Sumber: Data Sekunder, 2023 (dioalah)

Tabel 9 menunjukkan bahwa portofolio yang dibentuk dari saham kapitalisasi besar memiliki tingkat *expected return* sebesar 2,23% dengan risiko sebesar 0,10%, sedangkan portofolio yang dibentuk dari saham kapitalisasi kecil memiliki *expected return* portofolio sebesar 3,94% dengan tingkat risiko sebesar 0,16%. Penjelasan ini menunjukkan bahwa *expected return* portofolio yang dibentuk saham kapitalisasi kecil sebesar 3,94% dengan risiko sebesar 0,16% lebih tinggi dari *expected return* portofolio saham kapitalisasi besar sebesar 2,23% dengan risiko sebesar 0,10%.

Tabel 10. Perhitungan Kinerja Portofolio Optimal

	Saham Kapitalisasi Besar	Saham Kapitalisasi Kecil
E(Rp)	0,0223	0,0394
RBR	0,0033	0,0033
	0,0313	0,0399
$Sp=(E(Rp)-RBR)/$	0,6081	0,9045

Sumber: Data diolah (2023)

Kinerja portofolio dihitung dengan indeks sharpe dimana semakin tinggi indeks Sharpe suatu portofolio dibandingkan patok duganya (*Benchmark*), maka semakin baik kinerja portofolio tersebut. Tabel 10. menunjukkan kinerja portofolio saham kapitalisasi besar memiliki indeks sharpe sebesar 60,81%, sedangkan portofolio dari saham kapitalisasi kecil memiliki indeks sharpe sebesar 90,45%. Hasil penelitian ini sesuai H1 yang menunjukkan jika kinerja portofolio saham kapitalisasi kecil dengan nilai sharpe 90,45% lebih baik dibandingkan kinerja portofolio saham kapitalisasi besar dengan nilai sharpe 60,81%.

Perusahaan pada kapitalisasi besar, jika dilihat dari fundamental perusahaan yang baik, kinerja keuangannya yang cenderung stabil, pergerakan harga saham yang stabil, dan juga cenderung tidak mudah terpengaruh oleh fluktuasi ekonomi yang terjadi di suatu negara. Seharusnya hal tersebut semestinya membuat kinerja saham pada kapitalisasi besar lebih baik dari saham kapitalisasi kecil. Tetapi yang terjadi malah sebaliknya, berdasarkan penelitian yang telah dilakukan, ditemukan bahwa penelitian ini mendukung anomali *size effect*, di mana saham-saham berkapitalisasi kecil berkinerja lebih baik atau memberikan pengembalian yang lebih tinggi dibandingkan dengan saham-saham berkapitalisasi besar. Anomali *Size Effect* ini merupakan terjadinya *excess return* melebihi batas pengembalian aktual atas pengembalian biasa (*abnormal return*) dan nilai yang dimiliki perusahaan pada saham kapitalisasi kecil cenderung lebih tinggi daripada nilai yang dimiliki perusahaan pada saham kapitalisasi besar.

Pada penelitian ini, telah terbukti penelitian Banz (1981) pada jurnalnya yang berjudul *The relationship between return and market value of common stocks* bahwa terjadi hubungan terbalik (*negatif*) antara ukuran perusahaan dengan *return* saham. Artinya saham-saham perusahaan pada kapitalisasi kecil cenderung akan memberikan *return* yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan pada kapitalisasi besar. Anomali *size effect* ini terjadi karena kurangnya informasi tentang saham kapitalisasi kecil yang mengarah pada diversifikasi yang terbatas dan investor kemungkinan besar dihadapkan pada informasi yang terbatas tentang perusahaan kapitalisasi kecil (berita buruk dan baik) dibandingkan dengan perusahaan kapitalisasi besar, investor merevisi ekspektasinya tentang perusahaan kapitalisasi kecil dengan lebih lambat. Oleh karena itu, perusahaan kapitalisasi kecil menghadapi lonjakan kenaikan yang lebih kuat. Yang menyebabkan *return* yang diperoleh untuk saham kapitalisasi kecil lebih tinggi.

KESIMPULAN

Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan maka dapat ditarik kesimpulan bahwa *expected return* dari portofolio kapitalisasi kecil adalah 3,94%, lebih tinggi dari *expected return* dari portofolio kapitalisasi besar sebesar 2,23%. Demikian pula, portofolio kapitalisasi kecil memiliki risiko sebesar 0,16%, lebih tinggi dari risiko portofolio kapitalisasi besar sebesar 0,10%. Berdasarkan Indeks Sharpe kinerja portofolio saham kapitalisasi kecil dengan nilai Sharpe 90,45% lebih baik dibandingkan kinerja portofolio saham kapitalisasi besar dengan nilai Sharpe 60,81%. Penelitian ini sesuai dengan anomali *size effect*, di mana saham berkapitalisasi kecil berkinerja lebih baik atau memberikan *return* yang lebih tinggi dibandingkan dengan saham berkapitalisasi besar.

Saran bagi investor yang ingin berinvestasi dengan mendapatkan *expected return* yang besar dapat mempertimbangkan saham-saham pembentuk portofolio optimal pada saham kapitalisasi kecil yang menawarkan *expected return* sebesar 3,94% namun dengan risiko

portofolio yang besar juga sebesar 0,16%. Kinerja portofolio saham kapitalisasi kecil ini juga memiliki indeks sharpe sebesar 90,45%. Bagi peneliti selanjutnya, disarankan menggunakan pendekatan Markowitz atau CAPM dan berbagai indeks lain atau berbagai sektor dari Bursa Efek Indonesia (BEI) untuk membangun portofolio dan untuk mengukur kinerja portofolio dapat menggunakan indeks Jensen, Treynor dan Sharpe sebagai pembanding untuk menentukan indeks mana saja yang memberikan tingkat return dan risiko yang terbaik. Bagi akademisi, penelitian ini dapat menjadi referensi akademik untuk pengembangan ilmu manajemen keuangan yang berkaitan dengan analisis kinerja portofolio saham.

REFERENSI

- Badan Pusat Statistik. 2023. Statistik. www.bps.go.id. Diakses pada tanggal 6 Maret 2023.
- Badrinath, S. G., & Kini, O. (1994). The Relationship Between Securities Yields, Firm Size, Earnings/Price Ratios and Tobin'sq. *Journal Of Business Finance & Accounting*, 21(1), 109-131.
- Banz, R. W. (1981). The relationship between return and market value of common stocks. *Journal of financial economics*, 9(1), 3-18.
- Bursa Efek Indonesia. 2023. Statistik. www.idx.co.id. Diakses pada tanggal 1 Maret 2023.
- Chan, L. K., Hamao, Y., & Lakonishok, J. (1991). Fundamentals and stock returns in Japan. *The journal of finance*, 46(5), 1739-1764.
- Ding, DK, Chua, JL, & Fetherston, TA (2005). Kinerja nilai dan pertumbuhan portofolio di Asia Timur sebelum krisis keuangan Asia. *Jurnal Keuangan Cekungan Pasifik*, 13 (2), 185-199.
- Reinganum, Marc R. (1981). Misspecification of Capital Asset Pricing: Empirical Anomalies Based on Earnings Yields and Market Values. *Journal of Financial Economics*. Vol.9, pp: 19-46.
- Yahoo Finance. 2023. Finance. www.finance.yahoo.com. Diakses pada tanggal 5 Maret 2023.
- Zaheri, F., & Barkhordary, S. (2015). Relationship between financial characteristics of companies in cement industry and their stock returns in Tehran stock exchange. *Research Journal of Recent Sciences ISSN*, 2277, 2502.