

# PERBANDINGAN KINERJA INDEKS PAPAN UTAMA DENGAN INDEKS PAPAN PENGEMBANGANDI BURSA EFEK INDONESIA

DITA RAHMAWATI  
NADIA ASANDIMITRA  
Universitas Negeri Surabaya

## ABSTRACT

*This study aims to identify and analyze differences performance of Main Board Index (MBX) and Development Board Index (DBX) using a portfolio performance measurement model Risk Adjusted Performance in 2010-2014. Issuers listed on the Indonesia Stock Exchange was divided into two boards, namely MBX and DBX, where the placement of issuers and emiten who approved the recording based on the placement requirements on each board recording. The test results using Mann-Whitney test showed the difference in stock index performance between MBX andDBX using 3 methods of performance measurement. Main board has a higher risk on average than Development Board, and resulting a higher return. This is contrary to the theory of market anomalies size effect which says that small sized companies delioer greater return compared with return provided by the big cap. Such as the investments principle of high risk high return, if investors want a high return then will be faced with a high risk anyway. Thus, to get the maximum return, it is better to invest in the shares of Main Board.*

**Keywords:** *main board, development board, risk adjusted performance, sharpetreynor jensen index.*

## PENDAHULUAN

### Latar Belakang

Emiten-emiten yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) dibagi atas dua papan pencatatan yaitu papan utama (*main board index/MBX*) dan papan pengembangan (*development board index/DBX*) dimana penempatan dari emiten dan calon emiten yang disetujui pencatatannya didasarkan pada persyaratan pencatatan pada masing-masing papan pencatatan. Papan utama ditujukan untuk emiten yang mempunyai ukuran (*size*) besar dan mempunyai *track record* yang baik sementara papan pengembangan dimaksudkan untuk perusahaan-perusahaan yang belum dapat memenuhi persyaratan pencatatan di papan utama, termasuk perusahaan yang mempunyai prospektif bagus namun belum menghasilkan keuntungan dan merupakan sarana bagi perusahaan yang sedang dalam penyehatan (Indonesia Stock Exchange, 2010). Saham-saham yang masuk ke dalam kelompok saham papan utama adalah mempunyai kondisi perusahaan yang cukup baik. Apabila dalam perjalanan golongan papan pengembangan mempunyai peningkatan kinerja, maka saham ini dapat meningkat menjadi jenis golongan papan utama (Irjayanto, 2006).

Perusahaan tercatat di papan pengembangan bukan berarti perusahaan itu memiliki kinerja yang kurang baik. Saham PT. Bank Central Asia Tbk. (BBCA) sebelumnya mencatatkan saham di papan pengembangan sekarang berada di papan utama. Direktur Penilaian Perusahaan BEI, Hoesen mengatakan bahwa emiten di papan utama tersebut sudah *establish* dan memperoleh keuntungan. Jadi bila emiten diletakkan di papan utama, investor akan melihat saham dari perusahaan tersebut. Jika emiten ditempatkan di papan pengembangan, bukan berarti emiten itu kurang baik kinerja tapi masih berada di tahap awal. Jumlah saham dan likuiditas antara papan utama dan papan pengembangan berbeda pula (Ariyantion, 2014).

Investor yang cenderung menghindari risiko sebaiknya berinvestasi di saham-saham berkapitalisasi pasar besar (*big cap*) sebab risiko kebangkrutan maupun fluktuasi harga di saham-saham perusahaan *big cap* relatif rendah. Saham-saham *big cap* umumnya didominasi oleh saham-saham perusahaan besar yang telah mapan ([www.kontan.co.id](http://www.kontan.co.id)). Kapitalisasi pasar 5 besar emiten di tahun 2014 adalah Bank Central Asia Tbk, H.M. Sampoerna Tbk, Astra International Tbk, Telekomunikasi Indonesia (Persero) dan Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk ([sahamOK.com](http://sahamOK.com)). Beberapa saham yang memiliki nilai kapitalisasi pasar kecil adalah PT Cipendawa Agroindustri Tbk (CPDW) dan PT Toko Gunung Agung Tbk (TKGA) ([kontan.co.id](http://kontan.co.id), 2008).

Tandelilin (2010:493) menyatakan bahwa untuk melihat kinerja sebuah portofolio kita tidak bisa hanya melihat tingkat *return* yang dihasilkan portofolio tersebut tetapi kita juga harus memperhatikan faktor-faktor lain seperti tingkat risiko portofolio tersebut. Dengan berdasarkan pada teori pasar modal, beberapa ukuran kinerja portofolio sudah memasukkan faktor *return* dan risiko dalam perhitungan. Beberapa ukuran kinerja portofolio yang sudah memasukkan faktor risiko adalah indeks Sharpe, indeks Treynor dan indeks Jensen.

Beberapa penelitian mengenai hubungan ukuran perusahaan dan kapitalisasi pasar pada *risk adjusted return* menyatakan hasil yang berbeda-beda. Basu (1981) menyatakan ketika saham biasa perusahaan kecil di NYSE (New York Stock Exchange) memiliki *risk adjusted return* yang lebih tinggi dari saham biasa perusahaan besar di NYSE, *size effect* terlihat menghilang ketika *return* dikontrol oleh perbedaan *E/P ratio* (*earning/price ratio*). Penelitian tersebut didukung oleh penelitian Banz (1981) yang membuktikan rata-rata perusahaan kecil di NYSE secara signifikan mempunyai nilai *risk adjusted return* yang lebih besar daripada perusahaan berukuran besar di NYSE selama 40 tahun pengamatan. Hasil yang berlawanan dikemukakan Irjayanto (2006). Penelitian tersebut membandingkan kinerja papan utama dan papan pengembangan di BEI dan mengemukakan bahwa selama periode pengamatan 2004-2006, kinerja papan utama mengungguli papan pengembangan. Penelitian sejenis namun berbeda sampel dilakukan Kish dan Hogan (2000) juga menyatakan S&P 500 sebagai kumpulan perusahaan berukuran besar mendapat poin dan ranking lebih tinggi dalam 3 metode pengukuran kinerja dibandingkan U.S Small Stock. Susanti

(2013) justru menemukan bahwa *firm size* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *excess return* kecil.

Demirtas dan Güner (2001) mengemukakan *the well-documented size premium* (seperti *risk adjusted return* dari saham kecil) terbentuk lebih tinggi pada pihak kecil yang tertinggal. Selain itu dengan sampel perusahaan yang memiliki kapitalisasi pasar yang rendah, saham dengan tingkat profitabilitas lampau yang rendah (tertinggal/*laggers*) menghasilkan *return* lebih tinggi secara signifikan daripada saham dengan tingkat profitabilitas tinggi (pemimpin/*leader*). Penelitian Pasaribu (2009) dengan periode penelitian 2003 hingga 2005 menunjukkan tingkat pengembalian saham dengan kapitalisasi kecil lebih besar dibanding *return* saham berkapitalisasi besar. Wong (1989) melakukan penelitian di *Stock Exchange of Singapore* juga menunjukkan hasil yang sama dengan penelitian Pasaribu (2009).

Beberapa penelitian juga menggunakan variabel *market value*. Herrera dan Lockwood (1994) menemukan bahwa ada hubungan kuat antara tingkat pengembalian rata-rata dengan *Market Value*. Leledakis (2004) mengemukakan tingkat pengembalian rata-rata berpengaruh terhadap *market value*. Reinganum (1981) telah menjelaskan bahwa perusahaan kecil memiliki rata-rata tingkat *return* yang lebih besar dari perusahaan berukuran besar. Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui dan menganalisis perbedaan kinerja indeks papan utama (*main board index/MBX*) dengan kinerja indeks papan pengembangan (*development board index/DBX*) menggunakan model pengukuran kinerja portofolio *risk adjusted performance* periode 2010-2014.

## TINJAUAN PUSTAKA

### Indeks Harga Saham

Indeks Harga Saham (IHS) merupakan ringkasan dari pengaruh simultan dan kompleks dari berbagai macam variabel yang berpengaruh, terutama tentang kejadian-kejadian ekonomi. Bahkan saat ini IHS tidak saja menampung kejadian-kejadian ekonomi, tetapi juga menampung kejadian-kejadian sosial, politik, dan keamanan. Dengan demikian, IHS dapat dijadikan barometer kesehatan ekonomi suatu negara dan sebagai dasar melakukan analisis statistik atas kondisi pasar terakhir (*current market*) (Halim, 2005:12).

Menurut Indonesia Stock Exchange(2010), seiring dengan meningkatnya aktivitas perdagangan, kebutuhan untuk memberikan informasi yang lebih lengkap kepada masyarakat mengenai perkembangan bursa juga semakin meningkat. Salah satu informasi yang diperlukan tersebut adalah indeks harga saham sebagai cerminan dari pergerakan harga saham. Sekarang ini PT BEI memiliki 11 jenis indeks harga saham yang secara terus menerus disebarluaskan melalui media cetak maupun elektronik, sebagai salah satu pedoman bagi investor untuk berinvestasi di pasar modal. Indeks yang tercatat dalam BEI adalah Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), Indeks

Sektoral, Indeks LQ45, Jakarta Islamic Index (JII), Indeks Kompas100, Indeks BISNIS-27, Indeks PEFINDO25, Indeks SRI-KEHATI, Indeks Papan Utama, Indeks Papan Pengembangan dan Indeks Individual. Ringkasan perbedaan kriteria pencatatan papan utama dengan papan pengembangan di BEI dijelaskan pada tabel 1.

**Tabel 1. Ringkasan Perbedaan Kriteria Pencatatan Papan Utama dengan Papan Pengembangan di BEI**

Persyaratan	Papan utama ( <i>Main Board Index/MBX</i> )	Papan pengembangan ( <i>Development Board Index/DBX</i> )
Sampai dengan diajukannya permohonan pencatatan, telah melakukan kegiatan operasional dalam usaha utama ( <i>core business</i> ) yang sama	Minimal 36 bulan berturut-turut.	Minimal 12 bulan berturut-turut
Laporan Keuangan telah diaudit	3 tahun buku terakhir dengan ketentuan Laporan Keuangan Auditan 2 tahun buku terakhir dan Laporan Keuangan Auditan Interim terakhir (jika ada) memperoleh pendapat Wajar Tanpa Pengecualian (WTP)	Laporan Keuangan Auditan tahun buku terakhir yang mencakup minimal 12 bulan dan Laporan Keuangan Auditan Interim terakhir (jika ada) memperoleh pendapat Wajar Tanpa Pengecualian (WTP).
Berdasarkan Laporan Keuangan Auditan terakhir memiliki Aktiva Berwujud Bersih ( <i>Net Tangible Asset</i> )	Minimal Rp100 miliar	Minimal Rp5 miliar.
Jumlah saham yang dimiliki oleh pemegang saham	Sekurang-kurangnya 100 juta saham atau 35% dari Modal Disetor (mana yang lebih kecil)	Sekurang-kurangnya 50 juta saham atau 35% dari modal disetor (mana yang lebih kecil).
Jumlah pemegang saham	Paling sedikit 1.000 (seribu) pemegang saham yang memiliki rekening Efek di Anggota Bursa Efek	Paling sedikit 500 (lima ratus) pemegang saham yang memiliki rekening Efek di Anggota Bursa Efek

Sumber: Buku Panduan Indeks (2010), diolah

Tabel 1 menunjukkan adanya perbedaan kriteria pencatatan pada masing-masing papan pencatatan. Papan utama merupakan kumpulan perusahaan berukuran besar sedangkan papan pengembangan merupakan kumpulan perusahaan yang berukuran lebih kecil dari saham-saham di papan utama.

### ***Risk Adjusted Performance***

Menurut Tandelilin (2010:493), untuk melihat kinerja sebuah portofolio kita tidak bisa hanya melihat tingkat *return* yang dihasilkan portofolio tersebut, tetapi kita juga harus memperhatikan faktor-faktor lain seperti tingkat risiko portofolio tersebut. Dengan berdasarkan pada teori pasar modal, beberapa ukuran kinerja portofolio sudah memasukkan faktor *return* dan risiko dalam perhitungan. Beberapa ukuran kinerja portofolio yang sudah memasukkan faktor risiko adalah indeks Sharpe, indeks Treynor dan indeks Jensen. Indeks Sharpe merupakan rasio kompensasi terhadap total risiko.

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

Keterangan:

$\hat{S}_p$  = indeks Sharpe portofolio

$\bar{R}_p$  = rata-rata *return* portofolio *p* selama periode pengamatan

$\bar{RF}$  = rata-rata tingkat *return* bebas risiko selama periode pengamatan

$\sigma_{TR}$  = standar deviasi *return* portofolio *p* selama periode pengamatan

Semakin tinggi indeks Sharpe suatu portofolio dibanding portofolio lainnya, maka semakin baik kinerja portofolio tersebut. Seperti halnya indeks Sharpe, indeks Treynor juga merupakan suatu rasio kompensasi terhadap risiko. Tetapi dalam indeks Treynor, risiko diukur tidak dengan total risiko melainkan hanya risiko sistematis.

$$\hat{T}_p = \frac{\bar{R}_p - \bar{RF}}{\hat{\beta}_p}$$

Keterangan:

$\hat{T}_p$  = indeks Treynor portofolio

$\bar{R}_p$  = rata-rata *return* portofolio *p* selama periode pengamatan

$\bar{RF}$  = rata-rata tingkat *return* bebas risiko selama periode pengamatan

$\hat{\beta}_p$  = beta portofolio *p*

Portofolio yang mempunyai indeks Treynor yang lebih kecil dari indeks Treynor pasar akan terletak di bawah garis pasar sekuritas, dan hal ini menunjukkan bahwa kinerja portofolio tersebut berada di bawah kinerja pasar. Indeks Jensen merupakan indeks yang menunjukkan perbedaan antara tingkat *return* aktual yang diperoleh portofolio dengan tingkat *return* harapan jika portofolio tersebut berada pada garis pasar modal.

$$\hat{J}_p = \bar{R}_p - [\bar{RF} + (R_M - \bar{RF})\hat{\beta}_p]$$

Keterangan:

$\hat{J}_p$  = indeks Jensen portofolio

$\bar{R}_p$  = rata-rata *return* portofolio *p* selama periode pengamatan

$\bar{RF}$  = rata-rata tingkat *return* bebas risiko selama periode pengamatan

$\hat{\beta}_p$  = beta portofolio *p*

Indeks yang bernilai positif berarti portofolio memberikan *return* lebih besar dari *return* harapannya (berada di atas garis pasar sekuritas). Sehingga merupakan hal yang bagus karena portofolio mempunyai *return* yang relatif tinggi untuk tingkat risiko sistematisnya.

## **Perbandingan Kinerja Indeks Papan Utamadengan Indeks Papan Pengembangan**

Perusahaan yang tergabung pada papan utamamemiliki *size* perusahaan besar yaitu berdasarkan laporan keuangan auditan terakhir memiliki aktiva berwujud bersih minimal Rp100 miliar. Perusahaan di papan pengembangan memiliki ukuran perusahaan yang lebih kecil dari perusahaan di papan utama, yaitu memiliki aktiva berwujud bersih minimal Rp5 miliar. Perusahaan yang termasuk dalam papan utama memiliki kapitalisasi pasar perusahaan besar yang tercermin dari kriteria yang ditentukan yaitu jumlah saham sekurang-kurangnya 100 juta saham atau 35% dari modal disetor (mana yang lebih kecil). Pada papan pengembangan, terdapat perusahaan dengan kapitalisasi pasar lebih kecil dari papan utama, yaitu persyaratan jumlah saham sekurang-kurangnya 50 juta saham atau 35% dari modal disetor (mana yang lebih kecil).

Kinerja indeks papan pengembangan lebih baik daripada indeks papan utama karena perusahaan di papan pengembangan merupakan perusahaan berukuran lebih kecil dari perusahaan di papan utama, sehingga jenis perusahaan kecil tersebut lebih berisiko dari perusahaan berukuran besar. Hal ini sejalan dengan penelitian dari Banz (1981), Basu (1981), Demirtas *and* Güner (2001), Pasaribu (2009), Wong (1989), Herrera danLockwood (1994), dan Reinganum (1981) serta sejalan dengan teori *size effect*.

Efek perusahaan kecil muncul dalam beberapa penelitian yang menunjukkan bahwa portofolio perusahaan kecil (dalam arti kapitalisasi keseluruhan pasar) melebihi pasar saham (terdiri dari perusahaan besar dan kecil) (Fabozzi, 1999). Banz (1981) menunjukkan bukti empiris paling awal mengenai adanya *size effect*, yaitu adanya kecenderungan saham-saham perusahaan kecil yang mempunyai *return* yang lebih tinggi dibanding saham-saham perusahaan besar. Banz telah menemukan adanya *return* abnormal yang bisa diperoleh investor jika memiliki saham dari perusahaan kecil, selama periode 1936-1977. Reinganum (1981) juga menemukan adanya *return* abnormal pada saham-saham perusahaan kecil (Tandelilin, 2001:125).

Menurut Irjayanto (2006), saham papan pengembangan yang merupakan jenis saham yang dinilai Bapepam sebagai saham yang kondisi perusahaannya kurang baik, selama tahun 2005 justru

mempunyai kondisi yang berfluktuatif dan terdapat rata-rata yang memberikan *return* positif jika dibandingkan dengan papan utama. Kinerja indeks papan pengembangan mencatatkan pertumbuhan lebih tinggi dibandingkan indeks papan utama secara *year-to-date*, berdasarkan data PT BEI. Jeffrosenberg Tan, *Fund Manager* PT Sinarmas Asset Management mengatakan, tingginya *return* saham pada sektor tambang yang masuk dalam indeks papan pengembangan karena investor lebih mengapresiasi saham tambang di indeks tersebut, karena di saat yang bersamaan saham tambang dari indeks papan utama secara fundamental kinerjanya mengalami penurunan. Apresiasi tersebut terefleksi pada kinerja saham tambang yang masuk dalam papan pengembangan (iyaa.com, 2013).

Karakteristik papan pengembangan adalah fluktuasi dari harga saham tertinggi dan terendah (fluktuasi keuntungannya sangat tinggi). Sejalan dengan anggapan pada manajemen keuangan, deviasi standar atau simpangan baku yang tinggi menunjukkan risikonya juga sangat tinggi. Dalam hal keuntungan berupa *capital gain* dari transaksi saham akan mendapat peluang lebih besar di papan pengembangan dibandingkan dengan papan utama (suaramerdeka.com, 2005). Risiko berinvestasi di saham-saham berkapitalisasi pasar besar relatif lebih rendah dibanding dengan saham-saham *small cap* karena risiko kebangkrutan maupun fluktuasi harga di saham-saham perusahaan *big cap* relatif rendah (kontan.co.id, 2008). Pengamat pasar modal Agus Irfani mengatakan, investor lebih nyaman dengan papan pengembangan karena harganya yang lebih murah dan fraksi harganya yang lebih dekat sehingga lebih likuid (Aya, 2013).

## **Hipotesis**

Berdasarkan telaah pustaka dan penelitian terdahulu, maka hipotesis yang digunakan dalam penelitian ini adalah terdapat perbedaan kinerja indeks papan utama dengan kinerja indeks papan pengembangan menggunakan model pengukuran kinerja portofolio *risk adjusted performance* periode 2010-2014.

## METODOLOGI PENELITIAN

Penelitian ini tergolong dalam penelitian kausal karena penelitian ini mendapatkan bukti mengenai objek penelitian yaitu untuk menganalisis perbandingan kinerja indeks papan utama dengan papan pengembangan dengan metode *risk adjusted performance* periode 2010-2014. Penelitian ini memiliki jenis data kuantitatif karena data yang digunakan berupa satuan angka atau numerik dan menggunakan data sekunder yaitu data diakses melalui internet di website lembaga terkait. Data nilai papan utama, papan pengembangan dan IHSG didapat dari *website* resmi BEI [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id) dan IDX Monthly Statistics dan IDX Quarterly Statistics yang diterbitkan *Indonesia Stock Exchange Research Division*. Data suku bunga bebas risiko Suku Bunga SBI didapat dari [www.bi.go.id](http://www.bi.go.id).

Populasi data untuk penelitian ini adalah: (1) data harga penutupandari indeks papan utama periode 30 Desember 2009–30 Desember 2014 dan (2) data harga penutupandari indeks papan pengembangan periode 30 Desember 2009–30 Desember 2014. Penelitian ini menggunakan teknik sampling jenuh karena menggunakan semua anggota populasi indeks papan utama dan indeks papan pengembangan.

Variabel dalam penelitian ini adalah kinerja indeks papan utama dan papan pengembangan diukur dengan metode *risk adjusted performance*. Berdasarkan pada teori pasar modal, beberapa ukuran kinerja portofolio sudah memasukkan faktor *return* dan risiko dalam perhitungan. Beberapa ukuran kinerja portofolio yang sudah memasukkan faktor risiko adalah indeks Sharpe, indeks Treynor dan indeks Jensen.

Teknik pengumpulan data dalam penelitian ini adalah dokumentasi. Data poin harga penutupan harian indeks papan utama dan papan pengembangandari BEI periode Desember 2009 hingga Desember 2014 yang digunakan untuk menghitung *risk* dan *return* indeks saham ( $R_i$ ). Data poin harga penutupan harian Indeks IHSG dari BEI periode Desember 2009 hingga Desember 2014 yang digunakan untuk menghitung *risk* dan *return* pasar ( $R_m$ ). Data bulanan suku bunga SBI

(Sertifikat Bank Indonesia) tahun 2010-2014 yang digunakan untuk menghitung *return* investasi bebas risiko ( $R_f$ ).

Langkah-langkah analisis data penelitian ini yaitu:(1) menghitung Indeks Sharpe untuk indeks papan utama, (2) menghitung Indeks Sharpe untuk indeks papan pengembangan, (3) menghitung Indeks Treynor untuk indeks papan utama, (4) menghitung Indeks Treynor untuk Indeks papan pengembangan, (5) menghitung Indeks Jensen untuk indeks papan utama, (6) menghitung Indeks Jensen untuk indeks papan pengembangan, (7) tabulasi hasil penghitungan kinerja indeks saham, (8) melakukan uji statistik (normalitas data dan uji beda Mann-Whitney) dan (9) menganalisa hasil *output* statistika.

## HASIL DAN PEMBAHASAN

### Deskripsi Data Penelitian

**Tabel 3. Statistik Deskriptif Return Papan Utama dan Papan Pengembangan**

	N	Minimum	Maximum	Mean
<i>RETURN_MBX</i>	60	-.0054	.0075	.000674
<i>RETURN_DBX</i>	60	-.0062	.0116	.000610
Valid N (listwise)	60			

Sumber: *output* SPSS

Tabel 3 yang menunjukkan deskripsi *return* papan utama dan papan pengembangan. Tabel 3 menjelaskan bahwa tingkat *return* paling rendah yang ditawarkan papan utama adalah -0,0054 atau -0,54%, sedangkan untuk papan pengembangan adalah -0,0062 atau -0,62%. Tingkat *return* paling tinggi untuk papan utama adalah 0,0075 atau 0,75%, sedangkan untuk papan pengembangan adalah 0,0116 atau 1,16%. Rata-rata *return* papan utama selama 60 bulan pengamatan adalah 0,000674 atau 0,0674% sedangkan untuk papan pengembangan sebesar 0,000610 atau 0,061%. Hasil *return* yang menunjukkan hasil negatif karena tingkat pengembalian pada hari tersebut lebih rendah dari tingkat pengembalian hari sebelumnya. Hasil *return* yang menunjukkan hasil positif karena tingkat pengembalian pada hari tersebut lebih tinggi dari tingkat pengembalian hari sebelumnya. Tabel 4 yang menunjukkan deskripsi risikopapan utama dan papan pengembangan.

**Tabel 4. Statistik Deskriptif Risiko Papan Utama dan Papan Pengembangan**

	N	Minimum	Maximum	Mean
SD_MBX	60	.0047	.0272	.010901
SD_DBX	60	.0037	.0316	.009183
Valid N (listwise)	60			

Sumber: *output SPSS18*

Tabel 4 menunjukkan bahwa tingkat risiko paling kecil (diukur dengan standar deviasi) untuk papan utama adalah 0,0047 atau 0,47% sedangkan untuk papan pengembangan adalah 0,0037 atau 0,37%. Tingkat risiko paling besar untuk papan utama adalah 0,0272 atau 2,72% sedangkan untuk papan pengembangan adalah 0,0316 atau 3,16%. Rata-rata risiko papan utama selama 60 bulan pengamatan adalah 0,010901 atau 1,0901%, sedangkan untuk papan pengembangan sebesar 0,009183 atau 0,9183%. Hasil risiko yang menunjukkan hasil positif karena tingkat risiko pada hari tersebut lebih tinggi dari tingkat risiko hari sebelumnya.

Salah satu syarat dari penggunaan analisis parametrik adalah adanya kenormalan data. Oleh karena itu jika asumsi kenormalan data tidak dapat terpenuhi, kita dapat menggunakan analisis non-parametrik yang tidak mensyaratkan adanya kenormalan data (Suliyanto, 2011:79). Data untuk Treynor Indeks pada papan utama tidak terdistribusi secara normal meskipun telah dilakukan tindakan untuk mengatasi pelanggaran normalitas sehingga penelitian ini menggunakan analisis non-parametrik.

### Pengujian Mann-Whitney

Uji Mann-Whitney atau U-tes digunakan untuk menguji dua kelompok independen atau saling bebas yang ditarik dari suatu populasi. Tes ini merupakan alternatif lain dari *t-test*, jika skala pengukuran lebih rendah dari skala interval dan asumsi distribusi normalitas sampel dan homogenitas tidak terpenuhi. Oleh karena itu U-tes termasuk dalam kelompok statistik non-parametrik. Sedangkan pengujian hipotesis dapat dilakukan dengan menggunakan dua sisi penolakan dan satu sisi (Susetyo, 2010:236). Tabel 5 merupakan hasil uji statistik Sharpe Indeks.

**Tabel 5. Test Statistics<sup>a</sup> Mann-Whitney Sharpe Index**

SHARPE_INDEKS	
Mann-Whitney U	1369,500
Wilcoxon W	3199,500
Z	-2,260
Asymp. Sig. (2-tailed)	,024

a. Grouping Variable: INDEKS

Sumber: *output SPSS18*

Tampilan *output* SPSS 18 pada tabel 5 menunjukkan bahwa probabilitas signifikansi dua sisi adalah 0,024 dan probabilitas ini dibawah nilai  $\alpha=0,05$ . Jadi kesimpulannya kita menolak  $H_0$  dan menerima  $H_1$ . Dengan demikian dapat ditarik kesimpulan terdapat perbedaan kinerja portofolio menurut Indeks Sharpe antara indeks 1 (papan utama) dengan indeks 2 (papan pengembangan). Tabel 6 merupakan hasil uji statistik Treynor Indeks.

**Tabel 6. Test Statistics<sup>a</sup> Mann-Whitney Treynor Index**

TREYNOR_INDEKS	
Mann-Whitney U	463,500
Wilcoxon W	2293,500
Z	-7,115
Asymp. Sig. (2-tailed)	,000

a. *Grouping Variable*: INDEKS  
Sumber: *output* SPSS

Tampilan *output* SPSS 18 pada tabel 6 menunjukkan bahwa probabilitas signifikansi dua sisi adalah 0,000 dan probabilitas ini dibawah nilai  $\alpha=0,05$ . Jadi kesimpulannya kita menolak  $H_0$  dan menerima  $H_1$ . Dengan demikian dapat ditarik kesimpulan terdapat perbedaan kinerja portofolio menurut Indeks Treynor antara indeks 1 (papan utama) dengan indeks 2 (papan pengembangan). Tabel 7 merupakan hasil uji statistik Jensen Indeks.

**Tabel 7. Test Statistics<sup>a</sup> Mann-Whitney Jensen Index**

JENSEN_INDEKS	
Mann-Whitney U	288,500
Wilcoxon W	2118,500
Z	-7,944
Asymp. Sig. (2-tailed)	,000

a. *Grouping Variable*: INDEKS  
Sumber: *output* SPSS 18

Tampilan *output* SPSS 18 pada tabel 7 menunjukkan bahwa probabilitas signifikansi dua sisi adalah 0,000 dan probabilitas ini dibawah nilai  $\alpha=0,05$ . Jadi kesimpulannya kita menolak  $H_0$  dan menerima  $H_1$ . Dengan demikian dapat ditarik kesimpulan terdapat perbedaan kinerja portofolio menurut Indeks Jensen antara indeks 1 (papan utama) dengan indeks 2 (papan pengembangan).

### **Perbedaan Kinerja Indeks Saham antara Indeks Papan Utama dengan Indeks Papan Pengembangan menurut Ukuran Kinerja Portofolio *Risk Adjusted Performance***

Hasil pengujian dengan menggunakan alat statistik non-parametrik Mann-Whitney menunjukkan adanya perbedaan kinerja indeks saham antara indeks papan utamadengan indeks papan pengembangan menggunakan metode pengukuran kinerja Indeks Sharpe, Treynor dan Jensen.

Hasil tersebut sesuai dengan hipotesis penelitian ini yang menyebutkan ada beda antara kinerja kedua indeks saham tersebut.

Adanya perbedaan kinerja kumpulan saham perusahaan berukuran besar di papan utama dengan kumpulan saham perusahaan yang berukuran lebih kecil di papan pengembangan disebabkan oleh perbedaan ukuran perusahaan pada masing-masing papan pencatatan. Teori anomali pasar anomali efek ukuran perusahaan (*size effect*) yang menyebutkan bahwa perusahaan-perusahaan berukuran kecil memberikan *return* yang lebih besar dibandingkan dengan *return* yang diberikan oleh perusahaan-perusahaan besar (Hartono, 2003:431-432).

Berdasarkan *output* SPSS 18 uji non-parametrik Mann-Whitney, hasil yang didapat adalah ada beda kinerja indeks saham antara papan utama dan papan pengembangan, tetapi tidak menampilkan mana papan pencatatan yang menghasilkan kinerja lebih baik dari papan yang lain sehingga perlu dilihat *meanreturn* dan risiko dari 60 bulan penelitian sehingga diketahui mana papan pencatatan saham yang memiliki pengembalian lebih baik.

### **Rata-rata Risiko dan Return Papan Utama Lebih Tinggi dari Papan Pengembangan**

Berdasarkan tabel 3 dan 4, rata-rata *return* dan SD (standar deviasi yang mencerminkan risiko) dari papan utama lebih tinggi dari *return* dan SD papan pengembangan. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian yang dikemukakan Irjayanto (2006) dan Kish dan Hogan (2000) yang menyatakan kumpulan perusahaan besar menghasilkan pengembalian yang lebih tinggi dari kumpulan perusahaan kecil. Hal tersebut dapat terjadi karena hasil dari pengolahan data empiris juga menunjukkan bahwa jenis saham papan utama adalah jenis saham-saham yang perusahaannya mempunyai kinerja bagus dan papan pengembangan dikelompokkan atas dasar kinerja perusahaan yang lebih rendah dari papan utama (Irjayanto, 2006). Pembentukan portofolio dengan menggunakan saham-saham dalam golongan papan utama yang mencerminkan golongan saham dengan kondisi perusahaan yang baik, papan pengembangan yang mencerminkan saham-saham yang mempunyai kinerja perusahaan kurang baik (Irjayanto, 2006).

Seperti prinsip investasi yang mengatakan bahwa *high risk high return*, apabila investor menginginkan *return* yang tinggi maka akan berhadapan dengan risiko yang tinggi pula (Purnomo, 2011). Papan utama memiliki rata-rata risiko yang lebih tinggi daripada papan pengembangan, sehingga menghasilkan *return* yang lebih tinggi. Hal ini bertentangan dengan teori anomali pasar anomali efek ukuran perusahaan (*size effect*) yang menyebutkan bahwa perusahaan-perusahaan berukuran kecil memberikan *return* yang lebih besar dibandingkan dengan *return* yang diberikan oleh perusahaan-perusahaan besar (Hartono, 2003:431-432). Indeks saham yang terdiri dari aset berisiko, memiliki keuntungan yang lebih tinggi dan risiko yang lebih tinggi daripada indeks obligasi dan indeks pasar (Banz, 1981). Dengan demikian, untuk mendapatkan *return* yang maksimal, lebih baik berinvestasi di saham-saham papan utama.

Portofolio investasi di pasar modal itu tergantung tingkat *risk* and *return* serta preferensi atau perilaku atas *risk* and *return* investor (Tigauw, 2015). Sebuah penelitian dari Puspitaningtyas (2013) bahkan menyatakan bahwa informasi akuntansi yang disajikan oleh perusahaan tetap menjadi pertimbangan penting dalam proses pengambilan keputusan investasi. Perusahaan yang berada di papan utama yang memiliki *track record* yang baik dipandang mampu menyajikan informasi akuntansi yang berkompeten sehingga lebih menarik bagi investor.

*Return* saham-saham yang masuk dalam daftar papan utama jauh lebih tinggi dibandingkan *return* saham papan pengembang dalam sepuluh tahun terakhir. Artinya, untuk investasi jangka panjang sebaiknya investor lebih mengakumulasi saham-saham dalam papan utama agar mendapatkan keuntungan (*gain*) tinggi (Imam, 2014). Berita ini didukung oleh Rudiyanto (2014) yang menyatakan papan utama adalah indikator dari perusahaan besar di Indonesia (*blue chip*) dan papan pengembang adalah indikator dari perusahaan yang berkembang (*second liner*). Secara akumulasi, tingkat *return* yang diberikan oleh perusahaan papan utama (*blue chip*) selama 11 tahun terakhir adalah 1077,26% atau sama dengan bunga berbunga 24,12% per tahun. Angka ini lebih tinggi dibandingkan saham perusahaan papan pengembang (*second liner*) yang sebesar 645,98% atau setara dengan bunga berbunga 18,48% per tahun.

Beberapa temuan peneliti lain mengemukakan kenyataan tentang *sizeeffect*. *Size effect* hampir menghilang ketika *return* dikendalikan oleh perbedaan E/P rasio (Basu, 1981). Penelitian lain justru menyatakan *size effect* hampir menghilang ketika *risk adjusted return* dikendalikan oleh perbedaan E/P rasio (Basu, 1983 dalam Wong, 1989). Basu (1977) dalam Banz (1981) menemukan bahwa *price earning ratios* dan *risk adjusted returns* berhubungan. Saham biasa dengan E/P tinggi menghasilkan *risk adjusted return* yang lebih tinggi daripada saham biasa dengan E/P rendah di semua kategori *market value* daripada yang memasukkan perusahaan besar didalamnya (Basu, 1981). Reinganum (1980) menemukan P/E *effect* menghilang untuk saham dalam NYSE dan AMEX ketika melakukan penelitian pada *size* tetapi terdapat *sizeeffect* ketika melakukan penelitian pada P/E Ratio. Hal ini membuktikan P/E ratio *effect* merupakan proksi untuk *sizeeffect* dan bukan sebaliknya (Banz, 1981). Berdasarkan pemaparan diatas, maka penelitian selanjutnya diharapkan meneliti adanya P/E ratio *effect* dan faktor lain di BEI serta pengaruhnya pada *size effect* di pasar modal Indonesia.

## **KESIMPULAN DAN SARAN**

### **Kesimpulan**

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui dan menganalisis perbedaan kinerja indeks papan utama dengan kinerja indeks papan pengembangan menggunakan model pengukuran kinerja portofolio *risk adjusted performance* periode 2010-2014. Berdasarkan hasil pengolahan data dan uji

analisis, dapat ditarik kesimpulan bahwa terdapat perbedaan kinerja indeks saham antara indeks papan utama dengan indeks papan pengembangan menurut tiga ukuran kinerja portofolio yang sudah memasukkan faktor *return* dan risiko dalam perhitungan, *risk adjusted performance* (Sharpe Index, Treynor Index dan Jensen Index).

Papan utama memiliki rata-rata risiko yang lebih tinggi daripada papan pengembangan, sehingga menghasilkan *return* yang lebih tinggi. Hal ini bertentangan dengan teori anomali pasar anomali efek ukuran perusahaan (*size effect*) yang menyebutkan bahwa perusahaan-perusahaan berukuran kecil memberikan return yang lebih besar dibandingkan dengan return yang diberikan oleh perusahaan-perusahaan besar.

## Saran

Investor sebaiknya memilih investasi yang sesuai dengan preferensi risiko yang ada dan tujuan dalam berinvestasi sehingga tidak hanya memperhatikan ukuran perusahaan tapi juga risiko yang dipikul sekuritas dan return yang sesuai dengan risikonya. Investor juga perlu untuk mengevaluasi kinerja portofolio secara berkala agar sesuai dengan tujuan investasi, apakah membentuk portofolio untuk pertumbuhan jangka panjang atau keuntungan jangka pendek. Investor lebih baik berinvestasi pada Papan utama untuk mendapat tingkat pengembalian maksimal. Dengan terbuktinya tidak ada fenomena *size effect* pada rentang tahun 2010-2014 di BEI, perusahaan yang tergabung sebagai emiten dalam papan pengembangan BEI sebaiknya meningkatkan kinerja perusahaannya sehingga bisa naik menjadi anggota papan utama demi kesejahteraan pemegang saham agar pemegang saham mendapatkan tingkat pengembalian maksimal.

Penelitian selanjutnya dapat meneliti fenomena anomali pasar *low P/E ratios* (*Price/Earnings ratio*) di BEI atau melakukan analisis regresi terhadap faktor-faktor yang mempengaruhi kinerja portofolio dengan menggunakan metode *risk adjusted performance*.

## DAFTAR PUSTAKA

- Ariyantion, Fiki. 2014. *Ini Perbedaan Emiten di Papan Utama dan Pengembangan Bursa*. <http://bisnis.liputan6.com/read/810873/ini-perbedaan-emiten-di-papan-utama-dan-pengembangan-bursa>. (Diakses Tanggal 27 Oktober 2014).
- Aya. 2013. *BEI Pisah Perdagangan Jadi Dua Papan*. <http://www.koran-jakarta.com/?1264-bei%20pisah%20perdagangan%20jadi%20dua%20papan>. (Diakses Tanggal 17 April 2015).
- Bank Indonesia. Operasi Moneter Suku Bunga Sertifikat Bank Indonesia. [www.bi.go.id](http://www.bi.go.id) (Diakses Tanggal 17 April 2015).
- Banz, R. 1981. The Relationship Between Return and Market Value of Common Stock, *Journal of Financial Economics*, 9: 3-18.
- Basu, Sanjoy. 1981. The Relationship Between Earnings' Yield, Market Value and Return for NYSE Common Stocks: Further Evidence, *Research and Working Paper Series 180*. September. Faculty of Business McMaster University.

- Demirtas, K. Ozgur and Gürner, A. Burak. 2001. What is Wrong with Small Stocks?. *International Journal of Revenue Management*, 2(3): 1-46. <http://ssrn.com/abstract=947487>. (Diakses Tanggal 18 Februari 2015).
- Fabozzi, Frank J. 2000. *Manajemen Investasi Buku 2*. Terjemahan Tim Penterjemah Salemba Empat. Jakarta: Salemba Empat.
- Halim, Abdul. 2005. *Analisis Investasi: edisi 2*. Jakarta: Salemba Empat.
- Hartono, Jogianto M. 2003. *Teori Portofolio dan Analisis Invenstasi: Edisi Ketiga*. Yogyakarta: BPFE.
- Herrera, Martin J. and Larry J. Lockwood. 1994. The Size Effect in the Mexican Stock Market, *Journal of Banking and Finance*, 18: 621-632.
- Iman, Firdaus Nur. 2014. *Return Saham Papan Utama Tinggi*. <http://www.ift.co.id/posts/return-saham-papan-utama-tinggi>. (Diakses Tanggal 1 Agustus 2015).
- Indonesia Stock Exchange Research Division. *IDX Quarterly Statistics dan IDX Monthly Statistics*. [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id). (Diakses Tanggal 24 Juni 2015).
- Indonesia Stock Exchange. 2010. *Buku Panduan Indeks Harga Saham Bursa Efek Indonesia*. Jakarta. <http://www.idx.co.id/Portals/0/Information/ForInvestor/StockMarketIndicies/FileDownload/Buku%20Panduan%20Indeks%202010.pdf>. (Diakses Tanggal 18 Oktober 2014).
- Irjayanto, Wahyu. 2006. Analisis Kinerja Portofolio Saham Yang Optimal. *Tesis*. <http://eprints.undip.ac.id/15341/>. (Diakses Tanggal 8 Oktober 2014).
- Iyaa.com. 2013. *Kinerja Indeks Papan Pengembangan Tinggi*. [http://www.iyaa.com/finance/saham\\_valas/2625187\\_3172.html](http://www.iyaa.com/finance/saham_valas/2625187_3172.html). (Diakses Tanggal 17 Maret 2015).
- Kish, Richard J and Hogan, Karen M. 2000. Small Stocks for The Long Run, *Association for Financial Counseling and Planning Education*, 11(2): 21-32.
- Kontan.co.id. 2008. *Kapitalisasi Pasar*. [http://personalfinance.kontan.co.id/main/investasi\\_pemula/read/74/Kapitalisasi-Pasar](http://personalfinance.kontan.co.id/main/investasi_pemula/read/74/Kapitalisasi-Pasar). (Diakses Tanggal 21 Februari 2015).
- Leledakis, George N; Davidson, Ian and Smith, Jeremy. 2004. Does Firm Size Predict Stock Return? Evidence from London Stock Exchange, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=492283](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=492283). (Diakses Tanggal 22 April 2015).
- Pasaribu, Rowland Bismark Fernando. 2009. Kinerja Pasar dan Informasi Akuntansi Sebagai Pembentuk Portofolio Saham, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 3(3) November 2009: 203-223.
- Purnomo, Ahmad. 2011. Analisis Perbandingan Kinerja Indeks Saham Syariah dengan Kinerja Indeks Saham Konvensional di Bursa Efek Indonesia Periode 2001-2009, *Skripsi. (Tidak Dipublikasikan)*. FE Universitas Negeri Surabaya.
- Puspitaningtyas, Zarah. 2013. Perilaku Investor dalam Pengambilan Keputusan Investasi di Pasar Modal, *Researchgate*, 1-19. (Online). <http://www.researchgate.net/publication/259392260>. (Diakses Tanggal 1 Agustus 2015).
- Reinganum, Marc. R. 1981. Misspecification of Capital Asset Pricing: Empirical Anomalies Based on Earnings Yields and Market Value, *Journal of Financial Economics*, 9: 19-46.
- Rudiyanto. 2014. *Mana yang Lebih Baik Saham Blue Chip atau Second Liner*. <http://rudiyanto.blog.kontan.co.id/2014/06/16/mana-yang-lebih-baik-saham-blue-chip-atau-second-liner/>. (Diakses Tanggal 1 Agustus 2015).
- SahamOK.com. *Kapitalisasi Pasar 2010-2014*. [www.sahamOK.com](http://www.sahamOK.com). (Diakses 17 Februari 2015).
- Suaramerdeka.com. 2005. *Noda di Papan Pengembangan*. <http://www.suaramerdeka.com/harian/0506/06/eko04.htm>. (Diakses Tanggal 17 April 2015).
- Sudarmadji, Ari Murdoko dan Sularto, Lana. 2007. Pengaruh Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, Leverage, dan Tipe Kepemilikan Perusahaan Terhadap Luas Voluntary Disclosure Laporan

- Keuangan Tahunan. *Proceeding PESAT Gunadarma*, 2: 53-60. (Online). <http://publication.gunadarma.ac.id/handle/123456789/561>. (Diakses Tanggal 22 April 2015).
- Suliyanto. 2011. *Ekonometrika Terapan-Teori dan Aplikasi dengan SPSS*. Yogyakarta: Penerbit Andi.
- Susanti, Neneng. 2013. Pengujian Fama French Three Factor Model Pada Perusahaan di Indonesia yang Sahamnya Terdapat di LQ45 Tahun 2005-2009, (Online). *Forum Keuangan & Bisnis II Prosiding Seminar Nasional*, 2: 535-559.
- Susetyo, Budi. 2010. *Statistika untuk Analisis Data Penelitian: Dilengkapi Cara Perhitungan dengan SPSS dan MS Office Excel*. Bandung: PT. Refika Aditama.
- Tandelilin, Eduardus. 2001. *Investasi dan Manajemen Portofolio*. Yogyakarta: Kanisius.
- Tandelilin, Eduardus. 2010. *Investasi dan Manajemen Portofolio*. Jakarta: Salemba Empat.
- Tigauw, Nancy Lynda. 2015. *Banyak Spekulasi di Pasar Modal Indonesia*. <http://www.antaraneews.com/berita/485872/banyak-spekulasi-di-pasar-modal-indonesia>. (Diakses Tanggal 1 Agustus 2015).
- Wong, Kic Ann. 1989. The Firm Size Effect on Stock Return in a Developing Stock Market. *Economics Letters North-Holland*, 30: 61-65.