PERBANDINGAN KINERJA PERUSAHAAN BERBASIS KEUANGAN SYARIAH (*SHARIA-COMPLIANT*) DAN PERUSAHAAN BERBASIS KEUANGAN NON-SYARIAH (*NON-SHARIA COMPLIANT*)

SKRIPSI

Disusun oleh:

Aufan Ghifari

175020500111028

Diajukan Sebagai Salah Satu Syarat

Untuk Meraih Derajat Sarjana Ekonomi

JURUSAN ILMU EKONOMI

FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS

UNIVERSITAS BRAWIJAYA

MALANG

2021

repository.ub.ac.id

UNIVERSITAS BRAWIJAYA

PERBANDINGAN KINERJA PERUSAHAAN BERBASIS KEUANGAN SYARIAH (*SHARIA-COMPLIANT*) DAN PERUSAHAAN BERBASIS KEUANGAN NON-SYARIAH (*NON-SHARIA COMPLIANT*)

SKRIPSI

Disusun oleh:

Aufan Ghifari

175020500111028

Diajukan Sebagai Salah Satu Syarat

Untuk Meraih Derajat Sarjana Ekonomi

JURUSAN ILMU EKONOMI

FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS

UNIVERSITAS BRAWIJAYA

MALANG

2021

repository.ub.ac.id

UNIVERSITAS BRAWIJAYA

repository.ub.ac.id

LEMBAR PENGESAHAN

Skripsi dengan judul :

"Perbandingan Kinerja Perusahaan Berbasis Keuangan Syariah (Sharia-compliant) dan Perusahaan Berbasis Keuangan Non-syariah (Non-sharia compliant)"

Yang disusun oleh :

Nama : Aufan Ghifari

NIM : 175020500111028

Fakultas : Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya

Jurusan : S-1 Ilmu Ekonomi

Konsentrasi : Ekonomi Islam

telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal **24 Juni 2021** dan dinyatakan memenuhi syarat untuk diterima.

SUSUNAN DEWAN PENGUJI

1. Puspitasari Wahyu Anggraeni, SE.,M.Ec.Dev

   NIP. 2014058707032001

   (Dosen Pembimbing) .....

2. Dwi Retno Widiyanti, SE.I., M.Sc.

   NIP. 2013048303052001

   (Dosen Penguji I) .....

3. Prof. Dr. Munawar, SE., DEA.

   NIP. 195702121984031003

   (Dosen Penguji II) .....

Malang,

Ketua Program Studi Ekonomi Islam,

Dr. Sri Muljaningsih, SE., MSP.

NIP. 196104111986012001

UNIVERSITAS BRAWIJAYA

repository.ub.ac.id

SURAT PERNYATAAN KEASLIAN

Yang bertanda tangan di bawah ini, saya :

Nama	:	**Aufan Ghifari**
Tempat, tanggal lahir	:	**Birmingham, 10 Juni 1999**
NIM	:	**175020500111028**
Jurusan	:	**S1 Ilmu Ekonomi**
Konsentrasi	:	**Ekonomi Islam**
Alamat	:	**Jl. Raya Papar No. 155, Kec. Papar, Kab. Kediri, 64153**

Menyatakan dengan sesungguhnya bahwa SKRIPSI yang berjudul :

Perbandingan Kinerja Perusahaan Berbasis Keuangan Syariah (*Sharia-compliant*) dan Perusahaan Berbasis Non-keuangan syariah (*Non-sharia compliant*)

yang saya tulis adalah benar-benar hasil karya saya sendiri dan bukan merupakan plagiat atau saduran dari Skripsi orang lain.

Apabila dikemudian hari ternyata pernyataan saya tidak benar, maka saya bersedia menerima sanksi akademis yang berlaku (dicabutnya predikat kelulusan dan gelar kesarjanaannya)

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sesungguhnya, untuk dapat dipergunakan sebagaimana mestinya.

Malang, 03 Juni 2021

Mengetahui,
Dosen Pembimbing,

Puspitasari Wahyu Anggraeni, SE.,M.Ec.Dev
NIP. 2014058707032001

Yang membuat pernyataan,

Aufan Ghifari
NIM. 175020500111028

Mengetahui,
Ketua Program Studi

Dr. Sri Muljaningsih, SE., MSP
NIP. 196104111986012001

UNIVERSITAS BRAWIJAYA

Pengalaman Organisasi

Nama Organisasi	Jabatan	Tahun
KSEI CIES (Center for Islamic Economic Studies)	Staff tetap departemen Research and Development	2017 – 2018
Laboratorium Ekonomi Islam	Staff tetap departemen Research and Development	2017 – 2018
KSEI CIES (Center for Islamic Economic Studies)	Kepala Departemen Research and Developement	2018 – 2019
Laboratorium Ekonomi Islam	Koordinator Utama	2019 – 2020
KSEI CIES (Center for Islamic Economic Studies)	Ketua Umum	2019 – 2020

Pengalaman Lainnya

Nama Organisasi	Jabatan	Tahun
CEC (CIES Economist Club)	Ketua Pelaksana	2018
SIA (Social in Action)	Asisten Koordinator Divisi Acara	2018
OLIEFEB	Staff Divisi Transkoper	2018
Sarasehan Ekonomi Islam	Staff Divisi Acara	2019
PKK-MABA FEB UB	Steering Committee	2020

Pencapaian

Pencapaian	Tahun
Finalis MTQ UIN Sunan Ampel – Cabang MFQ	2018
Finalis LKTI 5th SEVENTSEAS UB	2018
Awardee Beasiswa Pegadaian	2018
Juara 3 LKTI Sharia Economic Week (SEW) UMY	2019
Juara 1 MTQ UB Cabang MFQ	2019
Lolos Pendanaan PMW (Pekan Mahasiswa Wirausaha) FEB UB	2019
Finalis Olimpiade Ekonomi Islam Sehati 10 Undip	2019
Mahasiswa Berperestasi Jurusan Ilmu Ekonomi – EGNA (Economics Golden Night Awards)	2019
Peserta Mahasiswa Berprestasi FEB UB	2020
Finalis LKTI Temilnas FoSSEI 2020	2020

repository.ub.ac.id
UNIVERSITAS BRAWIJAYA

Gold Medal ISIF (International Science and Invention Fair) 2020	2020
Finalis Debat Bahasa Inggris Internasional Iqtishoduna 2020 Unair	2020
Bronze Medal i2ASPO (Indonesia International Applied Science Project Olympiad) 2020	2020
Finalis LKTI Harlah Forshei 2021	2021

repository.ub.ac.id
UNIVERSITAS BRAWIJAYA

DAFTAR ISI

LEMBAR PENGESAHAN ..... **i**
SURAT PERNYATAAN KEASLIAN ..... **ii**
RIWAYAT HIDUP ..... **iii**
KATA PENGANTAR ..... **vi**
DAFTAR ISI ..... **ix**
DAFTAR TABEL ..... **xi**
DAFTAR GAMBAR ..... **xii**
ABSTRAKSI ..... **xiii**
BAB I PENDAHULUAN **1**
1.1. Latar Belakang 1
1.2. Rumusan Masalah 5
1.3. Tujuan Penelitian 6
1.4. Manfaat Penelitian 6
BAB II TINJAUAN PUSTAKA **8**
2.1. Kerangka Teori 8
2.1.1. Pasar Modal 8
2.1.2. Perusahaan *Sharia-compliant* 12
2.1.3. Perusahaan *Non-sharia compliant* 14
2.1.4. RAP (*Risk Adjusted Performance*) 15
2.1.4.1. Indeks Sharpe 15
2.1.4.2. Jensen's Alpha 16
2.1.4.3. Rasio Treynor 17
2.1.4.4. Kelemahan dan Kelebihan Setiap Pengukuran Performa 18
2.1.5. Pengukuran Performa Modern dan Konsep Syariah 20
2.2. Penelitian Terdahulu 21
2.3. Kerangka Pikir 35
2.4. Hipotesis 36
BAB III METODE PENELITIAN **38**
3.1. Pendeketan Penelitian 38
3.2. Jenis dan Sumber Data 38
3.3. Definisi Operasional Variabel Penelitian 39
3.4. Metode Analisis 41
3.4.1. Alpha Jensen 41
3.4.2. Rasio Treynor 42

repository.ub.ac.id
UNIVERSITAS BRAWIJAYA

3.4.3. Indeks Sharpe 43
3.4.4. Z-Score 44
3.4.5. Uji Normalitas 45
3.4.6. Uji Homogenitas 46
3.4.7. Uji Hipotesis 47
3.5. Kerangka Penelitian 47
BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN 50
4.1. Hasil Penelitian 50
4.1.1. Deskripsi Umum Sampel Data 50
4.1.1.1. Profil Perusahaan pada LQ45 50
4.1.1.2. Pertumbuhan *Return* Perusahaan LQ45 55
4.1.2. Perbandingan Kinerja Berdasarkan Pengukuran *Jensen's Alpha* 59
4.1.3. Perbandingan Kinerja Berdasarkan Pengukuran *Treynor Ratio* 62
4.1.4. Perbandingan Kinerja Berdasarkan Pengukuran *Sharpe Index* 65
4.2. Uji Normalitas 67
4.3. Uji Homogenitas 68
4.4. Uji Hipotesis 69
4.4.1. Hasil Uji Perbedaan Performa Berdasarkan Pengukuran *Jensen's Alpha* 69
4.4.2. Hasil Uji Perbedaan Performa Berdasarkan Pengukuran *Treynor Ratio* 72
4.4.3. Hasil Uji Perbedaan Performa Berdasarkan Pengukuran *Sharpe Index* 74
4.5. Pembahasan 75
4.5.1. Perbandingan Performa Berdasarkan *Jensen's Alpha* 75
4.5.2. Perbandingan Performa Berdasarkan *Treynor Ratio* 79
4.5.3. Perbandingan Performa Berdasarkan *Sharpe Index* 82
BAB V PENUTUP 87
5.1. Kesimpulan 87
5.2. Saran 88
DAFTAR PUSTAKA 90

repository.ub.ac.id
UNIVERSITAS BRAWIJAYA

DAFTAR TABEL

Tabel 1.1: **Tabel Perkembangan Indeks Saham** 3
Tabel 2.1: **Penelitian Terdahulu** 25
Tabel 3.1: **Operasional Variabel Penelitian** 39
Tabel 4.1: **Tabel Perbandingan Jumlah Jenis Saham dari LQ45** 50
Tabel 4.2: **Tabel Saham Syariah (Perusahaan Sharia-compliant)** 51
Tabel 4.3: **Tabel Saham Non-syariah (Perusahaan Non-sharia compliant)** 53
Tabel 4.4: **Tabel Ringkasan Return** 56
Tabel 4.5: **Peringkat Kinerja Saham Berdasarkan Jensen's Alpha** 60
Tabel 4.6: **Peringkat Kinerja Saham Berdasarkan Treynor Ratio** 63
Tabel 4.7: **Peringkat Kinerja Saham Berdasarkan Sharpe Index** 65
Tabel 4.8: **Tabel Uji Normalitas** 68
Tabel 4.9: **Tabel Uji Homogenitas** 69
Tabel 4.10: **Tabel Ringkasan Jensen's Alpha** 70
Tabel 4.11: **Tabel Hasil Uji T dari Performa Jensen's Alpha** 71
Tabel 4.12: **Tabel Ringkasan Treynor Ratio** 72
Tabel 4.13: **Tabel Hasil Uji Mann-Whitney dari Performa Treynor Ratio** 73
Tabel 4.14: **Tabel Ringkasan Sharpe Index** 74
Tabel 4.15: **Tabel Hasil Uji T dari Performa Sharpe Index** 75

repository.ub.ac.id
UNIVERSITAS BRAWIJAYA

DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1: **Jumlah Investor Pasar Modal dan C-BEST** 1
Gambar 1.2: **Jumlah Investor Reksa Dana dan SBN** 2
Gambar 1.3: **Pertumbuhan IHSG, LQ45, dan JII** 3
Gambar 1.4: **Pertumbuhan ISSI dan LQ45** 4
Gambar 2.1: **Bagan Struktur Pasar Modal Indonesia** 9
Gambar 2.2: **Kerangka Pikir** 35
Gambar 3.1: **Kerangka Penelitian** 48

repository.ub.ac.id
UNIVERSITAS BRAWIJAYA

repository.ub.ac.id

ABSTRAKSI

Ghifari, Aufan. 2021. *Perbandingan Kinerja Perusahaan Berbasis Keuangan Syariah (Sharia-compliant) dan Perusahaan Berbasis Keuangan Non-syariah (Non-sharia compliant).* Skripsi, Ilmu Ekonomi, Ekonomi dan Bisnis, Universitas Brawijaya, Puspitasari Wahyu Anggraeni, SE.,M.Ec.Dev.

Terhitung 83% masyarakat Indonesia dinilai sudah melek akan keuangan. Dengan demikian, Tercatat kurang lebih sebesar 27% peningkatan jumlah investor pasar modal di Indonesia. Beberapa tahun belakangan ini, Indonesia dengan jumlah masyarakat muslimnya yang banyak, tengah mengalami kesadaran terhadap kepatuhan pada agamanya yang dianut untuk mengamalkan agamanya secara keseluruhan. Hal ini termasuk menuntut untuk berinvestasi pada perusahaan yang sesuai dengan syariah Islam. Namun yang menjadi pertanyaan bagi investor muslim ialah seperti apakah performa perusahaan yang patuh terhadap syariah Islam? Penelitian ini dengan menggunakan sampel 45 perusahaan yang termasuk dalam *listing* LQ45 per-November 2020, membandingkan bagaimana perbedaan performa di antara perusahaan *sharia-compliant* dan *non-sharia compliant.* Penelitian ini menggunakan metode pendekatan kuantitatif dengan pengukuran menggunakan *Jensen's Alpha, Treynor Ratio,* dan *Sharpe Index* serta diurutkan peringkat performa setiap perusahaan dengan menggunakan nilai Z untuk mengetahui perusahaan mana yang berkinerja mengungguli yang lainnya dan mana yang tidak. Pengujian hipotesis yang digunakan ialah dengan menggunakan *Independent T-Test* atau *Whitney-Mann U Test* tergantung dari hasil uji normalitas dan homogenitas. Hasil penelitian menunjukkan secara angka kinerja, perusahaan *sharia-compliant* berkinerja lebih baik, namun secara statistik inferen dalam pengujian hipotesisnya, tidak terdapat perbedaan performa di antara keduanya secara signifikan.

Kata Kunci: *Sharia-compliant, Non-sharia compliant, Jensen's Alpha, Treynor Ratio, Sharpe Index*

UNIVERSITAS BRAWIJAYA

BAB I

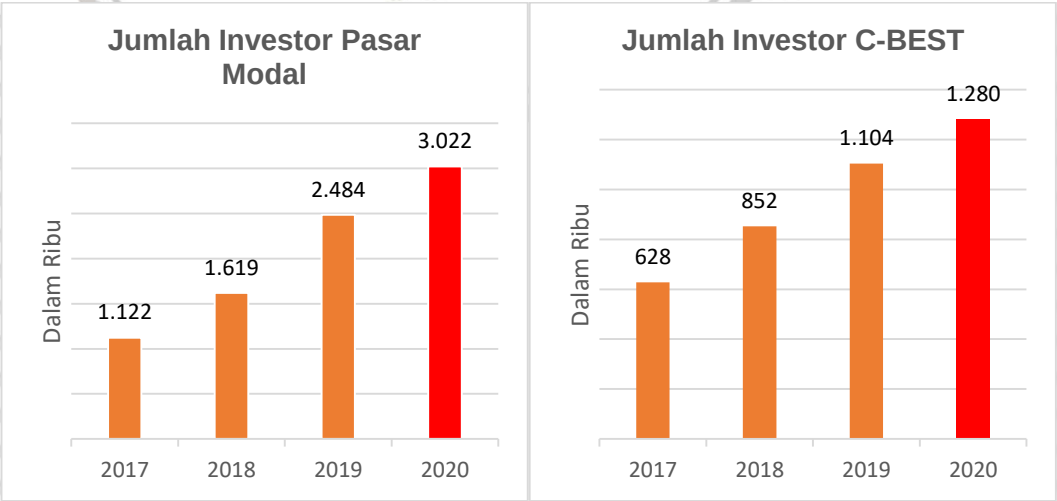
PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Investasi ialah penundaan melakukan tindakan konsumsi sekarang untuk ditempatkan ke dalam suatu benda, lembaga, ataupun suatu pihak dengan harapan akan adanya keuntungan setelah kurun waktu tertentu. Dengan kata lain investasi merupakan aktivitas untuk memproduktifkan harta yang dimiliki masyarakat agar terus bertambah seiring dengan berjalannya waktu. Di era sekarang terutama, masyarakat sudah mulai sadar keuangan dan tingkat untuk melakukan investasi juga tinggi. Berdasarkan dari hasil riset McKinsey, Prita Ghozie selaku Perencana Keuangan dari ZAP Finance menyatakan bahwa 83 persen masyarakat Indonesia itu sudah melek akan keuangan (Ghozie, 2020).

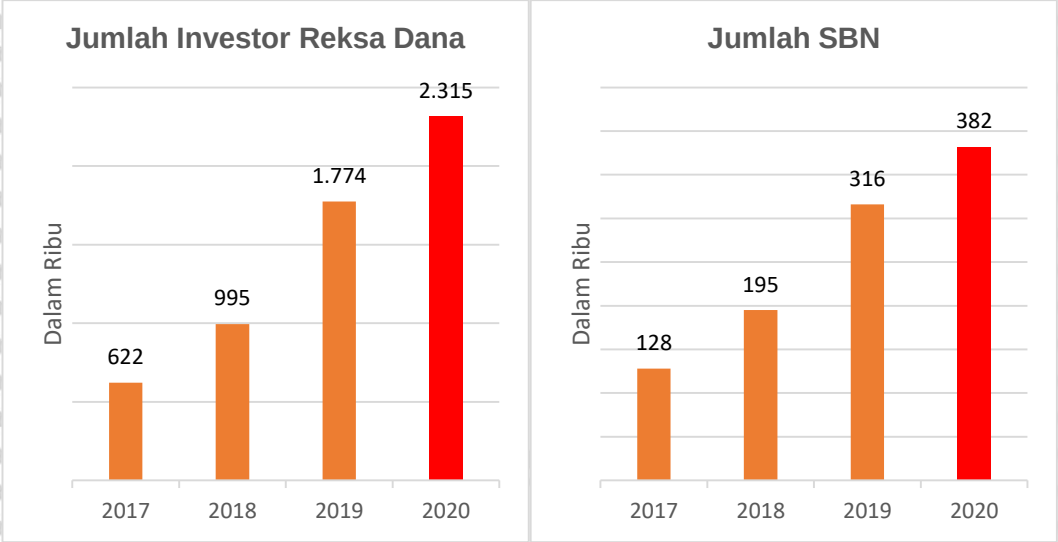
Sadarnya masyarakat Indonesia terhadap keuangan dapat dilihat pula dari data pertumbuhan jumlah Investor di Indonesia yang didapat dari Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) dari tahun 2017 hingga 2020, pertumbuhan jumlah investor di Indonesia cenderung naik dengan tinggi (KSEI, 2020).

Gambar 1.1: **Jumlah Investor Pasar Modal dan C-BEST**



Sumber: KSEI News, 2020

Gambar 1.2: **Jumlah Investor Reksa Dana dan SBN**



Sumber: KSEI News, 2020

KSEI merekam data jumlah investor di Pasar Modal Indonesia mengalami peningkatan sebesar 21,66% dibandingkan dengan tahun 2019, yang terdiri dari jumlah investor Saham dan Surat Utang yang naik 15,88%, investor Reksa Dana meningkat 30,50% dan investor SBN meningkat 21,09% (KSEI, 2020).

Beberapa tahun belakangan ini telah terjadi kesadaran investor muslim terhadap kepatuhannya pada Islam agama yang dianutnya di seluruh dunia. Para investor muslim cenderung berinvestasi hanya di perusahaan-perusahaan yang menjalankan bisnis mereka dengan cara yang diizinkan oleh syariah Islam (Omran, 2009), misalnya, berpendapat bahwa investor yang sadar religius berinvestasi di perusahaan yang sesuai dengan syariah karena citra Islam yang dicerminkan oleh mereka. Banyaknya investor muslim yang sadar akan nilai religius dalam investasinya, hal yang perlu diketahui ialah bagaimana kinerja perusahaan yang mematuhi hukum syariah apakah berkinerja lebih baik daripada perusahaan yang tidak mematuhi hukum syariah atau tidak.

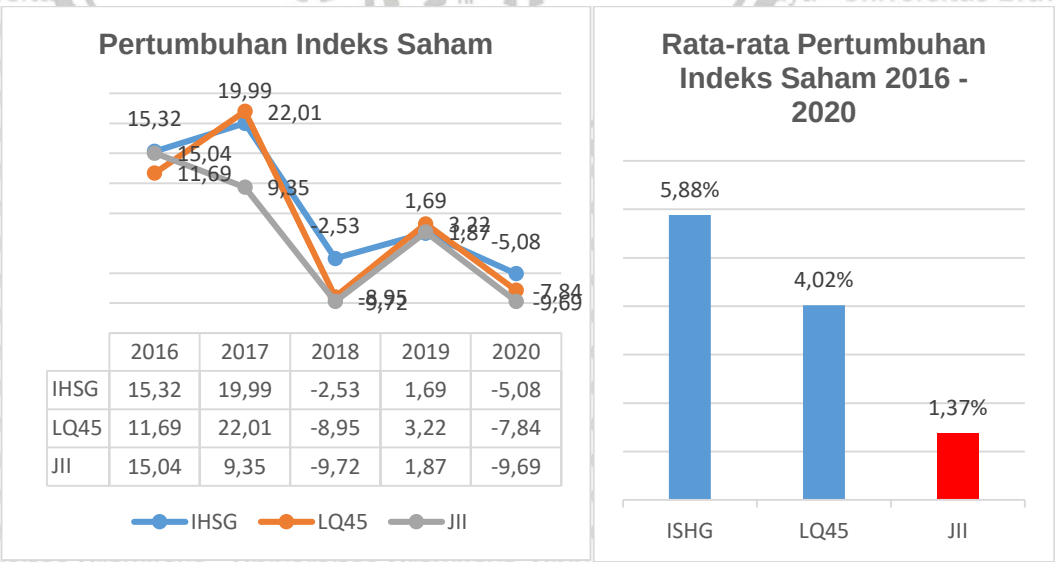
Tabel 1.1: **Tabel Perkembangan Indeks Saham**

Tahun	IHSG	LQ45	JII
2015	4,593.01	792.03	603.35
2016	5,296.71	884.62	694.13
2017	6,355.65	1,079.39	759.07
2018	6,194.50	982.73	685.22
2019	6,299.54	1,014.47	698.09
2020	5,979.07	934.89	630.42

Sumber: Statistik OJK, 2020

Dalam kurun waktu 6 tahun belakangan ini, berdasarkan dari data statistik Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dapat terlihat bahwa performa YoY *(Year over Year)* pertahunnya dari setiap saham cenderung fluktuatif, namun khususnya pada indeks saham JII (*Jakarta Islamic Index*) performa yang diberikan lebih rendah dibandingkan dengan performa indeks LQ45 meskipun keduanya sama-sama nilainya selalu di bawah nilai dari IHSG (Indeks Harga Saham Gabungan) (OJK, 2020).

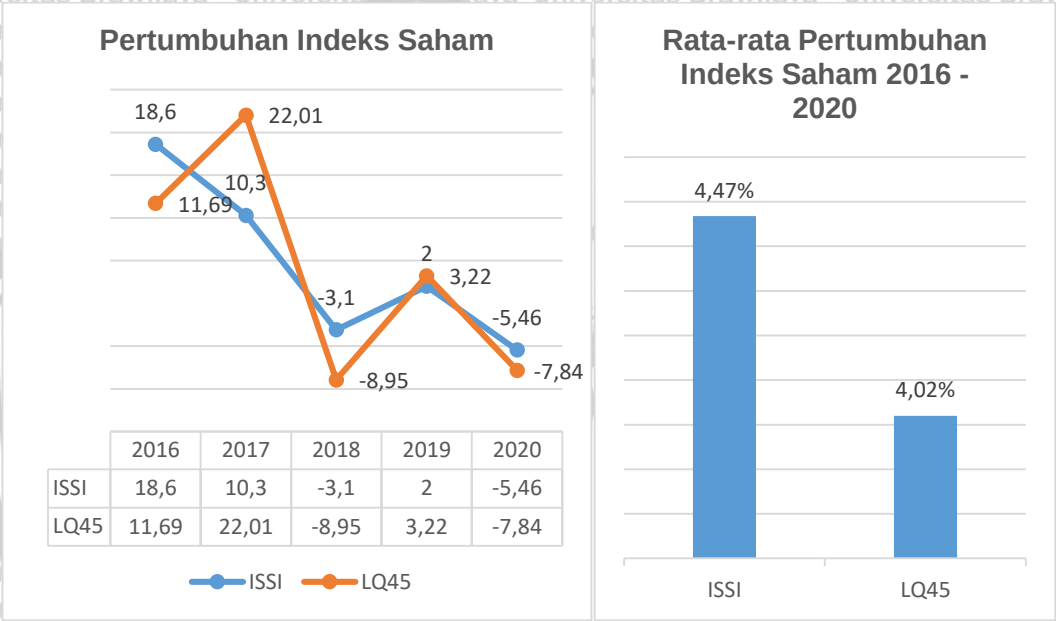
Gambar 1.3: **Pertumbuhan IHSG, LQ45, dan JII**



Sumber: OJK Statistik Mingguan, 2020

Dilihat dari grafik pertumbuhan indeks saham, JII *outperformed* indeks LQ45 hanya pada masa 2015 – 2016 saja, sedangkan untuk 5 tahun berikutnya, JII selalu dalam posisi di bawah performa dari indeks LQ45. Kemudian pada grafik rata-rata pertumbuhan indeks saham, dapat diketahui bahwa JII dalam kurun waktu 6 tahun (2015 – 2020) pertumbuhannya hanya sebesar 1,37% saja dengan selisih 2,65% dari pertumbuhan LQ45 (OJK, 2020).

Gambar 1.4: **Pertumbuhan ISSI dan LQ45**



Sumber: OJK Statistik Mingguan, 2020

Pada indeks seluruh saham syariah yaitu ISSI (Indeks Saham Syariah Indonesia), performa indeks ini selama 5 tahun terakhir (2016 – 2020) jika dibandingkan dengan performa indeks LQ45, ISSI menunjukkan performa yang lebih baik dibandingkan dengan LQ45 dengan selisih sebesar 0,25%. Meskipun kedua indeks saham ini performanya selama 5 tahun ini mengalami fluktuasi dari tahun ke tahunnya bahkan pernah hingga mencapai titik minus terutama pada tahun 2020, ISSI tetap lebih yang berperforma baik dibandingkan LQ45.

Dari 2 perbandingan antara JII (*Jakarta Islamic Index*) dengan LQ45 serta ISSI (Indeks Saham Syariah Indonesia) dengan LQ45, dapat disimpulkan bahwa jika performanya dibandingkan berdasarkan per-perusahaan antara yang termasuk dalam *listing* syariah dan yang tidak, bisa diketahui urutannya perusahaan dengan jenis saham seperti apa yang memiliki performa yang baik. Hal ini disimpulkan berdasarkan dari suatu penelitian yang membandingkan performa perusahaan yang terdapat pada *listing* indeks saham *Kuala Lumpur Syariah Index* (KLSI) dan *Kuala Lumpur Composite Index* (KLCI) bahwa jika diurutkan berdasarkan perusahaannya (bukan berdasarkan keseluruhan indeks dapat diketahui urutan mana pada perusahaan yang berperforma baik (Albaity & Ahmad, 2008). Jika dibandingkan berdasarkan indeks yang berarti kumpulan dari beberapa saham, maka yang nilai yang didapatkan ialah rata-rata dari seluruh kumpulan saham dalam indeks tersebut, bukan berarti semua perusahaan yang terdapat dalam indeks itu berperforma demikian, (Hakim & Rashidian, 2002).

Oleh sebab itu berdasarkan latar belakang diatas dan seiring dengan bertambahnya investor di Indonesia yang tidak semata-mata mempertimbangkan aspek finansial namun juga mempertimbangkan nilai-nilai Islam (mengintegrasikan nilai-nilai agama yang dianut dalam kegiatan investasi dengan cara melakukan proses seleksi dalam memilih instrumen-instrumen investasinya), penelitian ini hadir untuk mengungkapkan bagaimana performa dari setiap perusahaan yang menggunakan sistem keuangan berbasis syariah dan yang tidak.

1.2. Rumusan Masalah

Pertumbuhan pasar modal syariah di Indonesia tengah mengalami pertumbuhan yang pesat, sebagaimana berdasarkan data yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia (BEI), jumlah investor bertambah signifikan dari tahun ke

tahun selama 5 tahun belakangan. Jumlah emiten saham maupun obligasi juga bertambah cukup signifikan di Indonesia (OJK, 2020).

Semakin banyaknya jumlah emiten dari efek syariah, diyakini bahwa efek syariah baik berupa saham maupun obligasi memberikan hasil yang baik terhadap masyarakat, dengan demikian permintaan investor akan adanya efek syariah pun bertambah (Raditya, 2012). Selain sebab motif karena kepatuhan terhadap agama yang dianut oleh mayortias masyarakat Indonesia yaitu muslim, diyakini pula bahwa efek syariah memberikan imbalan yang baik bagi mereka (Raditya, 2012).

Berdasarkan dengan latar belakang di atas, penggunaan sistem keuangan syariah dalam pengelolaan perusahaan, serta investor menginvestasikan hartanya kepada perusahaan yang menggunakan sistem syariah, diyakini dapat memberikan performa terbaik untuk keberlangsungan baik untuk perusahaan maupun investor. Sehingga agar tidak mengurangi substansi penelitian, maka rumusan masalah dalam penelitian ini ialah **bagaimanakah perbedaan performa perusahaan *sharia-compliant* dengan perusahaan *non-sharia compliant?***

1.3. Tujuan Penelitian

Konsisten berpacu pada yang telah disusun pada rumusan masalah di atas, tujuan yang ingin dicapai pada penelitian ini ialah **untuk mengetahui bagaimana perbedaan performa perusahaan *sharia-compliant* dengan perusahaan *non-sharia compliant***

1.4. Manfaat Penelitian

Manfaat yang ingin dicapai pada penelitian ini adalah:

1) Bagi lembaga regulator pasar modal

Sebagai bahan pertimbangan mengenai evaluasi serta langkah pengembangan untuk saham syariah di Indonesia.

2) Bagi perusahaan

Sebagai bahan pertimbangan mengenai evaluasi serta langkah untuk pengembangan kebijakan dalam mengelola keuangannya.

3) Bagi investor

Sebagai bahan pertimbangan dalam memilih instrumen investasi yang ingin digunakan

4) Bagi akademisi

Memperdalam teori tentang perusahaan *sharia-compliant* dan saham syariah.

repository.ub.ac.id
UNIVERSITAS BRAWIJAYA

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Kerangka Teori

2.1.1. Pasar Modal

Pasar modal berdasarkan Undang-Undang No. 8 Tahun 1995 ialah kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek. Sedangkan yang dimaksud dengan efek sesuai dengan UU No. 8 Tahun 1995 adalah surat berharga, yaitu surat pengakuan utang, surat berharga komersial, saham, obligasi, tanda bukti utang, unit penyertaan kontrak investasi kolektif, kontrak berjangka atas efek, dan setiap derivatif dari efek.

Pasar modal juga dikenal dengan nama bursa efek. Dan bursa efek menurut UU yang sama ialah pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan sistem dan/atau sarana untuk mempertemukan penawaran jual dan beli efek pihak-pihak lain dengan tujuan memperdagangkan efek di antara mereka. Bursa efek di Indonesia dikenal dengan nama Bursa Efek Indonesia (BEI) sebagai satu-satunya pelaksana bursa efek di Indonesia (Soemitra, 2017).

Dengan demikian pasar modal syariah ialah pasar modal yang seluruh mekanisme keigatannya terutama mengenai emiten, dan jenis efek yang diperdagangkan dan mekanisme perdagangannya telah sesuai dengan prinsip-prinsip syariah (Soemitra, 2017). Sedangkan yang dimaksud dengan efek syariah adalah efek sebagaimana yang dimaksud dalam UU

No. 8 Tahun 1995 yang akad, pengelolaan perusahaan penerbitannya memenuhi prinsip-prinsip syariah. Adapun yang dimaksud dengan prinsip-prinsip syariah adalah prinsip yang didasarkan oleh syariah ajaran Islam yang penetapannya dilakukan oleh DSN MUI melalui fatwa.

Gambar 2.1: **Bagan Struktur Pasar Modal Indonesia**

Sumber: Otoritas Jasa Keuangan, 2020

Gambar di atas menggambarkan struktur pelaksanaan dalam pasar modal di Indonesia. Struktur pasar modal di Indonesia terdapat 3 perangkat utama yaitu:

1. Regulator Pasar Modal
   a. Otoritas Jasa Keuangan (OJK)

      OJK merupakan regulator pasar modal, sehingga semua kegiatan pasar modal di bawah pengaturan dan pengawasan OJK. Tujuan regulator pasar modal yang teratur, wajar, dan efisien serta melindungi kepentingan pemodal dan masyarakat.

b. Bursa Efek Indonesia (BEI)

BEI adalah pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan sistem dan sarana untuk mempertemukan penawaran jual dan beli efek pihak-pihak lain dengan tujuan memperdagangkan efek di antara mereka.

c. Lembaga Kliring Efek Indonesia (KPEI)

KPEI ialah yang pihak yang menyelenggarakan jasa kliring dan penjaminan penyelesaian transaksi bursa.

d. Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI)

KSEI adalah lembaga yang menjalankan fungsi sebagai Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian (LPP) sesuai dengan ketentuan UU No. 8 Tahun 1995. Dalam kelembagaannya KSEI merupakan salah satu *self regulatory organization* selain BEI dan KPEI. Kemudian sesuai dengan UUPM (Undang-Undang tentang Pasar Modal) pemegang saham KSEI adalah BEI, perusahaan efek, bank kustodian, biro administrasi efek dab pihak penunjang lainnya.

2. Para Pelaku Pasar Modal

a. Emiten

Perusahaan yang akan melakukan penjualan surat-surat berharga atau melakukan emisi di bursa disebut dengan emiten. Emiten melakukan emisi dapat memilih dua macam instrumen pasar modal apakah bersifat kepemilikan atau utang. Jika bersifat kepemilikan maka yang diterbitkan ialah saham, namun jika bersifat utang yang diterbitkan ialah obligasi.

b. Investor

Investor ialah pemodal yang akan membeli atau menanamkan modalnya di perusahaan yang melakukan emisi.

c. Perusahaan Pengelola Dana

Perusahaan Pengelola Dana merupakan perusahaan yang beroperasi di pasar modal dengan mengelola modal yang berasal dari investor. Perusahaan pengelola dana ini mempunyai 2 unit yaitu pengelolaan dana (*fund management*) yang biasa disebut juga dengan Manajer Investasi dan penyimpanan dana yang biasa disebut dengan bank kustodian (bertanggung jawab untuk mengurus administrasi, mengamankan serta mengawasi aset keuangan dari suatu perusahaan ataupun perorangan).

d. Reksa Dana

Reksa dana ialah wadah yang digunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan dalam pertofolio efek oleh manajer investasi.

3. Lembaga Penunjang Pasar Modal

a. Lembaga Penunjang untuk Emisi Saham

- Penjamin emisi efek, yaitu pihak yang membuat kontrak dengan emiten untuk melakukan penawaran umum bagi kepentingan emiten.
- Akuntan Publik yang bertugas melakukan pemeriksaan atas laporan keuangan perusahaan.
- Konsultan Hukum, bertugas meneliti aspek-aspek hukum terhadap emiten
- Notaris, bertugas untuk merancang, meneliti keabsahan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).
- Perusahaan Penilai, wujud saat diperlukan perusahaan yaitu ketika perusahaan emiten akan melakukan penilaian kembali aktivanya

b. Lembaga Penunjang untuk Emisi Obligasi

- Wali amanat, pihak yang mewakili kepentingan pemegang efek yang bersifat utang
- Penanggung, bertanggung jawab atas dipenuhinya pembayaran pinjaman pokok obligasi serta imbalannya dari emiten kepada para pemegang obligasi tepat pada waktunya.
- Agen Pembayaran, bertugas membayar imbalan obligasi.

c. Lembaga Penunjang Pasar Sekunder

Lembaga yang menyediakan jasa-jasa dalam melaksanakan transaksi jual beli di bursa. Lembaga-lembaga tersebut ialah:

- Perusahaan efek, perusahaan yang membeli dan menjual saham di bursa efek dan atas order investor.
- Perantara Pedagang Efek, dikenal dengan istilah Pialang Saham atau *broker* bertugas menjadi perantara dalam jual beli efek antara emiten dengan investor dalam hal menerima pesanan jual dan pesanan beli investor untuk kemudian ditawarkan di bursa efek.
- Biro Administrasi Efek, Badan Hukum Indonesia berbentuk Perseroan Terbatas (PT) yang melakukan usaha dalam bidang pengelolaan administrasi efek seperti registrasi dan pencatatan efek, pemindahan hak dan tugas-tugas administrasi lain yang oleh emiten, anggota bursa atau pemodal dipercayakan kepadanya sesuai dengan ketentuan yang berlaku.

2.1.2. Perusahaan *Sharia-compliant*

Sharia-compliant yang dimaksud pada subjek pembahasan pada penelitian ini biasa disebut dengan istilah *sharia-compliant finance* ialah

kegiatan perbankan maupun kegiatan keuangan lainnya yang patuh terhadap Syariah Islam dan pengaplikasiannya sesuai dengan pengembangan Ekonomi Islam (Farooq, 2016). Untuk pengaturan regulasi serta pengawasannya dilakukan oleh lembaga dari setiap negara masing-masing sesuai peraturan yang berlaku. Di Indonesia, pengawasan pelaksanaan aktivitas keuangan syariah dilaksanakan oleh DPS (Dewan Pengawas Syariah) (Indonesia, 1995). Dengan demikian, perusahaan yang disebut dengan Perusahaan *Sharia-compliant* ialah perusahaan yang aktivitas keuangannya dilakukan sesuai dengan prinsip-prinsip syariah yang sudah diatur regulasinya dan diawasi pelaksanaannya oleh DPS.

DPS yang dimaksud dan sesuai dengan penelitian ini (untuk mengawasi aktivitas keuangan perusahaan) bertugas untuk memastikan apakah efek atau saham yang diterbitkan oleh perusahaan menjalankan aktivitasnya sudah sesuai dengan prinsip syariah atau tidak. DPS bertanggungjawab terhadap OJK (Otoritas Jasa Keuangan) dalam menjalankan tugasnya (Soemitra, 2017).

Kriteria prinsip syariah yang harus dipatuhi oleh penerbit efek atau saham ialah:

1. Usaha yang dilakukan terhindari dari adanya *Riba,* yaitu penambahan pendapatan secara tidak sah.
2. Usaha yang dilakukan terhindar dari *Maysir,* yaitu transaksi yang digantungkan kepada suatu keadaan yang tidak pasti dan bersifat untung-untungan.
3. Usaha yang dilakukan terhindar dari *Gharar,* yaitu transaksi pada objek yang tidak jelas, tidak dapat dimiliki, tidak diketahui keberadaannya,

atau tidak dapat diserahkan pada saat transaksi dilakukan kecuali diatur lain dalam syariah.

4. Usaha yang dilakukan bukan pada objek yang diharamkan oleh syariah.
5. Usaha yang dilakukan tidak terdapat unsur *Zalim,* yaitu transaksi yang menimbulkan ketidakadilan bagi pihak lainnya.

Berdasarkan dari penjelasan-penjelasan di atas, dapat disimpulkan bahwa Perusahaan *Sharia-compliant* ialah perusahaan yang menerbitkan efeknya baik berupa saham maupun obligasi sesuai dengan prinsip syariah. Untuk saham yang diterbitkannya termasuk dalam *listing* Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). Jumlah emiten yang terdaftar dalam ISSI pada tanggal 30 Maret 2021 berjumlah 435 emiten.

2.1.3. Perusahaan *Non-sharia compliant*

Non-sharia compliant yang biasa disebut dengan *Non-sharia compliant finance* ialah kegiatan perbankan ataupun keuangan lainnya selain perbankan seperti pembiayaan yang tidak berlandaskan nilai-nilai syariah (Farooq, 2016). Dengan demikian, saham yang diterbitkan tidak perlu memenuhi 5 kriteria prinsip syariah yang harus dipatuhi. Imbalan yang didapat oleh investor pada kegiatan yang *non-sharia compliant* ialah berupa bunga berbeda dengan yang berbasis syariah imbalannya berupa *nisbah* atau porsi bagi keuntungan (Farooq, 2016).

Oleh karena itu, Perusahaan *Non-sharia compliant* ialah perusahaan yang kegiatan keuangannya tidak berlandaskan prinsip-prinsip syariah, sehingga efek yang diterbitkannya baik berupa saham maupun obligasi tidak didasarkan atas nilai syariah. Untuk saham yang diterbitkan oleh

perusahaan *non-sharia compliant* ialah semua saham-saham yang termasuk dalam *listing* Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) selain yang juga termasuk dalam Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI).

2.1.4. RAP (*Risk Adjusted Performance*)

Untuk mengukur kinerja keuangan dari sebuah perusahaan, dapat dinilai dari performa saham yang diterbitkan oleh suatu perusahaan tersebut. Semakin baik kinerja saham dari suatu perusahaan, berarti berbanding lurus dengan performa usaha yang dijalankan oleh perusahaan tersebut. Pengukuran performa portofolio yang paling umum dilakukan ialah dengan mengukur bagaimana nilai *return* (selisih keuntungan yang didapat dari harga sebelumnya). Pengukuran ini memiliki kelemahan sebab tidak mempertimbangkan faktor-faktor lainnya dalam portofolio seperti risiko. Dengan tanpa pertimbangan risiko dalam pengukurannya, mengakibatkan kurangnya akurat hasil penilaian (Hadinata, 2018).

Dengan demikian untuk mengatasi kurangnya akurat dalam pengukuran menilai kinerja saham perusahaan maka bisa dilakukan dengan menggunakan pengukuran RAP (*Risk Adjusted Performance*). Pengukuran ini selain melihat bagaimana *return* dari suatu portofolio, juga mempertimbangkan tingkat risiko baik sistematik maupun total, serta membandingkannya dengan tingkat suku bunga obligasi bebas risiko. Pengukuran ini terbagi menjadi 3 yaitu ialah dengan Indeks Sharpe, Rasio Treynor, Alpha Jensen (Hartono, 2013).

2.1.4.1. Indeks Sharpe

Salah satu metode yang digunakan untuk membandingkan kinerja portofolio dengan menggunakan konsep dari Garis Pasar

Modal/*Capital Market Line* (CML) atau lebih dikenal dengan istilah *Reward to Variability Ratio* (RVAR). Dimana Sharpe menyatakan series kinerja portofolio dihitung merupakan hasil bersih dari portofolio dengan tingkat bunga bebas risiko per unit risiko dengan diberi simbol Sp. Indeks Sharpe juga didefinisikan sebagai perhitungan dalam pengukuran *return* aset portofolio bebas risiko yang terkait dengan total risiko. Pengukuran Indeks Sharpe bertujuan untuk mengevaluasi portofolio atau saham individu dengan risiko yang tidak bisa didiversifikasi (*diversifiable risk*) oleh Ferruz, Gómez-Bezares, dan Vargas (2010) (Putra, Atahau, & Robiyanto, 2018). Indeks kinerja Sharpe dihitung dengan formula sebagai berikut (Sharpe, 1994):

$$\textbf{Sharpe (Sp)} = \frac{Rp - Rf}{\sigma p}$$

Keterangan:

Sp = Indeks kinerja Sharpe

Rp = *Return* portofolio atau tingkat pengembalian pasar pada periode tertentu.

Rf = *Return* investasi bebas risiko tingkat bunga bebas risiko pada periode tertentu.

σp = Standar Deviasi atau total risiko yaitu hasil jumlah dari risiko sistematik dan risiko non-sistematik.

2.1.4.2. Jensen's Alpha

Jensen's Alpha (*differential return measure*) adalah salah satu ukuran kinerja saham atau kinerja portofolio yang sangat

memperhatikan *Capital Aset Pricing Model* (CAPM) (Jensen, 1967). *Jensen's Alpha* merupakan sebuah ukuran saham atau portofolio yang mengestimasikan *return* konstan selama periode investasi dengan risiko sistematik yang sama (Zulkafli, Ahmad, & M., 2017). Pengukuran Jensen juga digunakan untuk mengidentifikasi apakah indeks berkinerja baik atau bahkan berkinerja buruk dengan portofolio pasar. Jensen Alpha merupakan sebuah ukuran absolut yang mengestimasikan tingkat pengembalian konstan selama periode investasi dimana memperoleh tingkat *Jensen's Alpha* pengembalian diatas (dibawah) dari *buy-hold strategy* dengan risiko sistematik yang sama. Formula *Jensen's Alpha*, yaitu (Jensen, 1967):

$$\mathbf{R_p - R_f = \alpha_p + \beta_p (R_m - R_f)}$$

Keterangan:

α_p = Indeks kinerja Jensen

R_p = *Return* portofolio atau tingkat pengembalian pasar pada periode tertentu.

R_f = *Return* investasi bebas risiko tingkat bunga bebas risiko pada periode tertentu.

β_p = Beta pasar

$R_m - R_f$ = Koefisien *beta* pasar.

2.1.4.3. Rasio Treynor

Tidak jauh berbeda dengan Indeks Sharpe, Indeks Treynor juga menghubungkan tingkat risiko portofolio Pengemballian. Hanya indeks pasar Treynor, yang digunakan dalam perhitungan

risiko, bukan risiko total tetapi sistematis (beta). Dalam perhitungannya, indeks Treynor mengasumsikan bahwa risiko belum dihilangkan secara sistematis melalui proses diversifikasi portofolio sehingga risiko tersebut tidak perlu diperhatikan dalam pengukuran kinerja portofolio. Bersama dengan evaluasi Sharpe, indeks Treynor menunjukkan bahwa semakin tinggi kinerja portofolio semakin baik. Rasio ini juga sering disebut dengan *Reward to Volatility Ratio* (RVOL) (Pangestuti, Wahyudi, & Robiyanto, 2017). Oleh karenanya indeks Treynor menyatakan series kinerja portofolio dihitung merupakan hasil bersih dari portofolio dengan tingkat suku bunga bebas risiko per-unit risiko pasar portofolio tersebut dengan diberi simbol Tp. Indeks kinerja Treynor dihitung dengan formula berikut (Manurung, 2019):

$$\textbf{Treynor (Tp)} = \frac{\boldsymbol{Rp - Rf}}{\boldsymbol{\beta p}}$$

Keterangan:

Tp = Indeks kinerja Treynor

R_p = *Return* portofolio atau tingkat pengembalian pasar pada periode tertentu.

R_f = *Return* investasi bebas risiko tingkat bunga bebas risiko pada periode tertentu.

B_p = Koefisien *beta* pasar.

2.1.4.4. Kelemahan dan Kelebihan Setiap Pengukuran Performa

Secara pengukuran antara *Jensen's Alpha, Treynor Ratio,* dan *Sharpe Index* sebenarnya hampir sama dikarenakan sama-sama semuanya dengan mempertimbangkan tingkat risiko. Perbedaan yang paling menonjol ialah pada penggunaan bentuk risiko dari setiap pengukuran. Pada pengukuran *Jensen's Alpha* dan *Treynor Ratio* sama-sama menggunakan bentuk risiko sistematis atau biasa dilambangkan dengan beta (β), sedangkan pada *Sharpe Index* menggunakan risiko total yang dilihat dari standar deviasi *expected return.* Dan tidak ada kesalahan terhadap pengukuran risiko baik dengan beta maupun standar deviasi (Hartono, 2013).

Secara umum meskipun terdapat perbedaan dari segi penggunaan risiko, *Jensen's Alpha, Treynor Ratio,* maupun *Sharpe Index* memiliki hasil yang relatif sama pergerakannya (Qur'anitasari, Nuzula, & Darmawan, 2019). Hasil dari metode Sharpe, Treynor, dan Jensen menunjukkan pergerakan nilai yang hampir sama, sehingga dalam menentukan kemiringan (kurva linier) membutuhkan ketelitian. Semakin besar tingkat *slope* atau kemiringannya, semakin tinggi pula performanya (Habib & Huda, 2010).

Dengan demikian, dari 3 pengukuran RAR (*Risk Adjusted Return*) secara umum memiliki keunggulan yang sama yaitu mempertimbangkan risiko, tidak hanya berdasarkan *return* yang didapatkan dari selisih harga saham saja. Pergerakan yang dihasilkan juga sama antara 3 pengukuran tersebut. Oleh sebab itu, untuk penentuan pengukuran yang mana yang terbaik, tergantung

dari kondisi dari setiap sampel yang digunakan dalam penelitian (Hartono, 2013).

2.1.5. Pengukuran Performa Modern dan Konsep Syariah

Pengukuran portofolio modern bersifat agnostik yang artinya tidak ada sedikitpun pertimbangan spiritual dalam membangun atau menentukan batasan yang efisien, menentukan tingkat bebas risiko, atau membangun garis pasar modal (Sadwick & Collazzo, 2020). Dengan demikian timbul pertanyaan, apakah teori portofolio modern ini sesuai dengan ajaran-ajaran syariah? CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) tradisional adalah model yang relevan dalam keuangan Islam. Sebagian besar asumsi yang mendasari Teori Portofolio Varians Rata-rata Markowitz tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah. Untuk saat ini tidak ada kontradiksi yang jelas dalam teori alokasi aset kontemporer dan syariah. Teori portofolio modern pada dasarnya sebagian besar atau semua turunannya dapat digunakan secara bebas untuk membangun portofolio yang dioptimalkan untuk Muslim dan non-Muslim (Hazny, Hasim, & Yusof, 2017). Diantara asumsi dari model CAPM (pengukuran portofolio modern) dan dilihat dari kacamata perspektif ajaran syariah ialah:

1) Tidak ada biaya transaksi

   Asumsi ini tidak bertentangan dengan prinsip syariah sebab, jika menggunakan model portofolio lainnya dengan adanya biaya transaksi, dapat menyebabkan kesalahan serius ketika banyak transaksi dilakukan seperti dalam model waktu kontinu (Steinbach, 2001). Dalam konteks syariah, *error* yang terjadi ini dapat mengakibatkan pelanggaran terhadap prinsip-prinsip keuangan Islam di mana hasil dari model tersebut dapat menyesatkan, atau tidak

diinginkan memberikan hasil spekulatif (*maysir*) dan ketidakpastian ekstrim (*gharar*). Oleh karena itu, dalam penelitian ini, mengikuti asumsi CAPM "tanpa biaya transaksi" dalam model yang diusulkan.

2) Tidak adanya pajak pendapatan individu

Asumsi ini tidak melanggar prinsip syariah walaupun dalam konsep syariah sebenarnya tidak ada konsep pajak. Namun, Islam memiliki *religious tax* berupa zakat yang harus dibayarkan oleh penganutnya berdasarkan kriteria yang telah disebutkan dalam Al-Qur'an dan Hadits.

3) Keputusan investor berinvestasi semata-mata untuk mendapatkan *return* dan *variance* (*risk*)

Semua *expected return,* serta *variance* dan *covariance* harus diketahui investor untuk mengetahui bagaimana pengembalian dan risiko yang ada dari portofolio saham dan mengambil keputusan untuk investasi. Hal ini juga tidak bertentangan dengan prinsip syariah, sebab sejalan dengan prinsip syariah *al-ghunm bil ghurm* (tidak ada pengembalian/keuntungan tanpa resiko) dan *al-kharaj bil dhaman* (keuntungan disertai dengan adanya tanggung jawab) (Rosly, 2005).

Dari 3 asumsi di atas, dapat disimpulkan bahwa asumsi dari CAPM tidak ada pertentangan dengan prinsip-prinsip Islam di dalamnya (Hazny, Hasim, & Yusof, 2017).

2.2. Penelitian Terdahulu

Agussalim, et al., (2017) dalam penelitiannya menguji bagaimana performa dari 2 jenis reksa dana yaitu reksa dana syariah dan yang non-syariah. Dengan demikian, variabel yang digunakan pada penelitian ini yaitu dengan menggunakan nilai *value* dari reksa dana syariah dan non-syariah dalam periode waktu 2007 –

2014 (7 tahun). Metode pengukuran performa reksa dana diukur dengan menggunakan metode *Sharpe Index, Treynor index,* dan *Jensen's Alpha.* Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa jika performa diukur dari segi *return* yaitu dengan menggunakan metode *Sharpe Index* maka yang performanya lebih baik ialah reksa dana Konvensional dibandingkan yang Syariah. Sedangkan jika diukur dari segi level risikonya (metode *Treynor index,* dan *Jensen's Alpha*) maka reksa dana Syariah yang lebih baik performanya (Agussalim, Limakrisna, & Ali, 2017).

Omar (2016) dalam penulisannya menguji bagaimana performa dari perusahaan selain lembaga keuangan yang patuh terhadap hukum syariah (*sharia-compliant*) dan *non-sharia compliant.* Sampel perusahaan yang digunakan pada penelitian ini ialah perusahaan-perusahaan yang termasuk dalam negara MENA (*Middle East and North Africa*) yaitu Maroko, Mesir, Arab Saudi, Uni Emirat Arab, Yordania, Kuwait, dan Bahrain) dengan *time series* pada tahun 2005 – 2009 (4 tahun). Metode analisis pada penelitian ini ialah dengan menggunakan *Pooled OLS Regresssion* dari harga saham dari perusahaan-perusahaannya yang patuh terhadap hukum syariah dan yang tidak. Hasil dari penelitian menjelaskan bahwa performa perusahaan yang *shariah compliant* tidak lebih baik dibandingkan yang *non-shariah compliant.* Namun suatu temuan yang cukup menarik ialah pada saat krisis, performa keduanya baik yang syariah maupun yang tidak, sama-sama tidak memiliki perbedaan (Farooq, 2016).

Mohd, et al., (2008) pada penulisannya ingin mengungkap bagaimana performa dari perusahaan perkebunan yang patuh terhadap hukum syariah. Metode analisis yang digunakan pada penelitian ini ialah pertama dengan menggunakan *Jensen's Alpha* untuk mengetahui tingkat performa perusahaan yang baik dan yang tidak baik. Kemudian menggunakan metode MDA (*Multiple Discriminant Anaylsis*) untuk mengetahui variabel yang mana yang memiliki

pengaruh besar terhadap performa perusahaan tersebut. Hasil temuan dalam penelitian mengemukakan bahwa rasio perputaran (*growth turnover*) pertumbuhan adalah satu-satunya rasio yang dapat membedakan antara perusahaan berkinerja dan non-kinerja di industri perkebunan (Bin, Hakeim, & Sulaiha, 2008).

Ida, dkk., (2014) dalam penulisannya menguji bagaimana perbandingan kinerja antara instrumen investasi yang berbasis syariah dan yang non syariah pada pasar modal Indonesia. Variabel pada penelitian ini ialah nilai saham dan reksa dana yang syariah dan konvesional yang dilimitasi dari indeks JII (*Jakarta Islamic Index*) dan LQ45. Untuk menguji bagaimana performanya, penelitian ini metode analisisnya menggunakan uji-t setelah membandingkan total *return* serta mean *return* bulanan dari masing-masing indeks hasil yang didapat menunjukkan bahwa kinerja JII dengan kinerja LQ45 tidak terdapat perbedaan yang signifikan, demikian pula antara kinerja reksa dana syariah dengan kinerja reksa dana konvensional (Syafrida, Aminah, & Waluyo, 2014).

Aminatus dan Nadian (2017) dalam penelitiannya menjelaskan bagaimana perbandingan kinerja indeks saham syariah dengan yang konvesional pada waktu 2011 – 2016 (6 tahun). Variabel yang digunakan pada penelitian ini ialah dengan menggunakan indeks saham ISSI (Indeks Saham Syariah Indonesia) dan IHSG (Indeks Harga Saham Gabungan). Pada penelitian ini, metode analisis yang digunakan ialah dengan menggunakan metode penghitungan *ISSI Index, JCI Index, Sharpe Index, Treynor Index,* serta *Jensen's Alpha.* Hasil pada penelitian ini adalah Secara garis besar perhitungan metode Sharpe, Treynor dan Jensen pada tahun 2011 sampai dengan 2016 menunjukkan bahwa indeks ISSI menunjukkan kinerja *outperformed* yang lebih banyak jika dibandingkan indeks IHSG (Sholihah & Asandimitra, 2017).

Sofyan (2018) pada penelitiannya menjelaskan bagaimana performa saham syariah dan yang konvensional berdasarkan dari tingkat *return,* risiko, serta koefisien variasinya. Variabel yang digunakan pada penelitian ini ialah saham yang terdaftar dalam BEI, dan untuk saham syariah yang termasuk dalam JII. Hasil pada penelitian ini menjelaskan bahwa tidak terdapat perbedaan tingkat pengembalian mingguan antara saham syariah dan yang non-syariah. Sedangkan untuk tingkat risiko serta koefisien variasi secara statistik terdapat perbedaan (Hadinata, 2018).

Septi Muryani (2013) dalam penelitiannya mengungkap perbandingan kinerja perusahaan pada *listing* indeks saham LQ45 dan JII dalam keseluruhan periode pengamatan. Metode yang digunakan pada penelitian ini ialah dengan menggunakan penghitungan *return* aktual indeks serta pasar, kemudian penentuan performa menggunakan *Indeks Sharpe, Indeks Treynor, Indeks Alpha Jensen*. Hasil dalam penelitian ini ialah kinerja JII lebih baik dari LQ45 pada periode keseluruhan pengamatan dan sebelum krisis. Sementara LQ45 lebih baik dari JII pada periode setelah krisis (Rahmawati, 2013).

Mohamed Albaity dan Rubi Ahmad (2008) pada penelitiannya menganalisis bagaimana performa indeks syariah dan komposit dari Bursa Malaysia. Variabel pada penelitian ini ialah perusahaan yang terdapat pada *listing* dalam indeks *Kuala Lumpur Syariah Index* (KLSI) and the *Kuala Lumpur Composite Index* (KLCI). Metode penelitian yang digunakan ialah (1) pengukuran *risk adjusted returns,* (2) *unit root analysis,* (3) *Bivariate Granger Causality* antara KLSI dan KLCI, (4) analisis VECM. Hasil pada penelitian ini ialah secara keseluruhan, hasil empiris tersebut tidak memberikan bukti adanya perbedaan kinerja dan pergerakan yang signifikan pada kedua indeks pasar saham tersebut,

namun secara angka kinerja KLCI (Indeks Harga Saham Komposit Kuala Lumpur) lebih baik dibandingkan kinerja KLSI (Albaity & Ahmad, 2008).

Sam Hakim dan Manochehr Rashidian (2002) pada penelitiannya yang berjudul "Risk & Return of Islamic Stock Market Indexes" menjelaskan bagaimana tingkat risiko dan *return* dari beberapa indeks saham syariah di Amerika Serikat. Mereka menggunakan analisis kointegrasi dan analisis kausalitas untuk menyelidiki hubungan antara *Dow Jones Islamic Market Index* (DJIMI), pasar saham luas yang diwakili oleh *Wilshire 5000 Index*, dan proksi tingkat bebas risiko oleh *3-m T-bill*, tetapi ditemukan tidak ada tautan yang terlihat di antara mereka. Hasil penelitian menunjukkan bahwa indeks syariah DJIMI (*Dow Jones Islamic Market Index*) dipengaruhi oleh faktor-faktor independennya pada penelitian ini yaitu indeks seluruh saham yang diperdagangkan di Amerika Serikat (pasar besar) atau Wilshire 5000 Index (W5000) serta tingkat investasi bebas risiko berupa obligasi pemerintah (3m T-bill). Dengan artian lain bahwa kinerja dari DJIMI ditentukan oleh bagaimana kinerja dari indeks W5000 (semua saham yang diperdagangkan di Amerika Serikat) serta tingkat obligasi pemerintah. Temuan ini memberikan perspektif yang berbeda terhadap klaim *Dow Jones Inc*. bahwa indeks tersebut menunjukkan korelasi tinggi yang signifikan dengan pasar yang luas. (Hakim & Rashidian, 2002).

Tabel 2.1: **Penelitian Terdahulu**

No	Judul Penulisan/ Penulis	Variabel Penulisan	Metode Penulisan	Hasil	Nama Jurnal/Kualitas
1.	*Mutual Funds Performance:*	*Conventional Mutual Funds Performan*	*Sharpe Index, Treynor index*	Jika berdasarkan *Sharpe Index* performa	*International Journal of Economics*

No	Judul Penulisan/ Penulis	Variabel Penulisan	Metode Penulisan	Hasil	Nama Jurnal/Kualitas
	Conventional and Sharia Product/ M. Agussalim, Nandan Limakrisna, dan Hapzi Ali (2017)	*ce, Sharia Mutual Fund Performance*	dan*Jensen's Alpha*	mutual funds konvensional lebih baik dibandingkan yang syariah Jika pengamatannya berdasarkan *level of risk* dengan menggunakan *Treynor Index* dan Alpha Jensen maka performa mutual funds syariah yang lebih baik dibandingkan konvensional	*and Financial Issues*/Q3
2.	*Performance of Shariah compliant Firms and Non-shariah-compliant Firms in the MENA*	Harga saham pada perusahaan yang *sharia-compliant,* Harga saham pada	*Pooled OLS regression*	Perusahaan yang mematuhi hukum syariah berkinerja lebih rendah dari perusahaan yang tidak	*Journal of Islamic Accounting and Business Research*/Q2

No	Judul Penulisan/ Penulis	Variabel Penulisan	Metode Penulisan	Hasil	Nama Jurnal/Kualitas
	Region: Which is Better?/Omar Farooq (2016)	perusahaan yang *non-sharia compliant*		mematuhi hukum syariah	
3.	*Performance of Shariah compliance companies in the plantation industry*/Mohd Dali Nuradli Ridzwan Shah Bin, Mudasir Hamdi Hakeim dan Abdul Hamid Suhaila (2008).	*Current ratio, Acid test ratio, Cash/share, Cash ratio, Debt to equity, Inventory turnover, Debit turnover/day, Credit turnover/day, Current asset turnover, Fixed assets turnover, Total assets turnover, Net profit margin, Shareholders*	Teknik Jensen untuk mengklasifikasikan perusahaan kepatuhan Syariah menjadi berkinerja dan non-kinerja. Kemudian, hasil dari teknik Jensen dengan 20 rasio keuangan diaplikasikan pada MDA untuk membentuk model yang digunakan untuk mengidentifikasi	Rasio perputaran pertumbuhan adalah satu-satunya rasio yang dapat membedakan antara perusahaan berkinerja dan non-kinerja di industri perkebunan	*International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*/Q3

No	Judul Penulisan/ Penulis	Variabel Penulisan	Metode Penulisan	Hasil	Nama Jurnal/Kualitas
		fund/share, Revenue/share, Interest cover, Price/book value, Earnings growth, Return on shareholders, Turnover growth, Price performance	perusahaan yang bermasalah dan berkinerja.		
4.	Perbandingan Kinerja Instrumen Investasi Berbasis Syariah Dengan Konvensional Pada Pasar Modal di Indonesia/ Ida Syafrida, Indianik	Kinerja indeks dan kinerja reksa dana indeks antara basis syariah dan basis konvensional	Membandingkan total *return* serta rata-rata *return* bulanan dari masing-masing indeks, dan uji T	Kinerja JII dengan kinerja LQ45 tidak terdapat perbedaan yang signifikan, demikian pula antara kinerja reksa dana syariah dengan kinerja reksa dana konvensional	Al-Iqtishad : Jurnal Ilmu Ekonomi Syariah/Sinta 2

No	Judul Penulisan/ Penulis	Variabel Penulisan	Metode Penulisan	Hasil	Nama Jurnal/Kualitas
	Aminah, dan Bambang Waluyo (2014)				
5.	Perbandingan Kinerja Indeks Saham Syariah dengan Indeks Konvensional Periode 2011-2016 (Studi Kasus Pada ISSI dan IHSG)/Aminatus Shohilah dan Nadia Asandimitra (2017)	Kinerja Indek Saham Syariah, dan Kinerja Indeks Saham Konvensional	Sharpe, Treynor dan Alpha Jensen	Secara garis besar perhitungan metode Sharpe, Treynor dan Jensen pada tahun 2011 sampai dengan 2016 menunjukkan bahwa indeks ISSI menunjukkan kinerja outperformed yang lebih banyak jika dibandingkan indeks IHSG.	Jurnal Ilmu Manajemen / Sinta 4
6.	Tingkat Pengembalian (*Return*), Risiko, dan Koefisien	*Return*, Risiko, Koefisien Variasi	Analisis uji-t dua sampel independen (*Independent Samples T Test*)	Tidak terdapat perbedaan antara tingkat *return* mingguan saham	Aktsar : Jurnal Akuntansi Syariah/Sinta 4

repository.ub.ac.id
UNIVERSITAS BRAWIJAYA

No	Judul Penulisan/ Penulis	Variabel Penulisan	Metode Penulisan	Hasil	Nama Jurnal/Kualitas
	Variasi pada Saham Syariah dan Saham Non syariah/ Sofyan Hadinata (2018)			syariah dan non syariah, sedangkan terdapat perbedaan pada risiko	
7.	Studi Empirik Perbandingan Kinerja antara *Jakarta Islamic Index* (JII) dan Indeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia Pada Saat, Sebelum, dan Setelah Krisis Keuangan global/Septi Muryani (2013)	Kinerja JII dan LQ45 periode sebelum, saat, dan setelah krisis keuangan global	*Independent Sample t-Test, Indeks Sharpe, Indeks Treynor, Indeks, Alpha Jensen, Direct Error Corection Model*	Perbandingan kinerja dalam keseluruhan periode pengamatan LQ45 lebih baik kinerjanya dari JII, namun pengujian *Independent Samples T test* menunjukkan bahwa kinerja keduanya tidak berbeda secara signifikan.	Twinning Program Fakultas Ekonomi dan Bisnis dan Fakultas Agama Islam Universitas Muhammadiyah Surakarta/Tidak Terakreditasi

No	Judul Penulisan/ Penulis	Variabel Penulisan	Metode Penulisan	Hasil	Nama Jurnal/Kualitas
8.	*Performance of Syariah and Composite Indices: Evidence from Bursa Malaysia*/ Mohammed Albaity dan Rubi Ahmad (2008)	Kinerja perusahaan yang termasuk dalam *listing* KLSI (Syariah) dan KLCI (Non-syariah)	*Risk Adjusted Performance*d, *Unit Root Analysis*, dan VECM	Secara keseluruhan, hasil empiris tersebut tidak memberikan bukti adanya perbedaan kinerja dan pergerakan yang signifikan pada kedua indeks pasar saham tersebut	*Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*/Q4
9.	*Risk & Return of Islamic Stock Market Indexes*/Sam Hakmi dan Manocheher Rashidian (2002)	Perusahaan yang terdapat pada *listing* Dow Jones Islamic Marker Index – US, Wilshire 5000 Index, 3-m T-Bill	Auto regresi multivariat, *Unit Root Test*, VECM	Indeks Islam menyajikan karakteristik pengembalian risiko yang unik, yang dikenal sebagai Kinerja perusahaan Syariah dan Indeks Komposit atau risiko dan pengembalia	*9th Economic Research Forum Annual Conference in Sharjah, UAE*/Tidak Terakreditasi

No	Judul Penulisan/ Penulis	Variabel Penulisan	Metode Penulisan	Hasil	Nama Jurnal/Kualitas
				n tidak sistematis.	

Dari berbagai penelitian terdahulu yang menjadi referensi pada penelitian ini, mayoritas penelitian menjelaskan bahwa jika performa diukur berdasarkan *return* yang didapat, maka perusahaan yang non-syariah lebih baik performanya dibandingkan perusahaan yang patuh terhadap hukum syariah. Namun jika diukur berdasarkan risiko, maka perusahaan yang patuh terhadap hukum syariah memiliki performa yang lebih baik dibandingkan yang tidak patuh terhadap hukum syariah. Di sisi lain dengan mengesampingkan kesimpulan diatas, terkadang pun jika pengukurannya berdasarkan *return,* perusahaan yang mematuhi hukum syariah pun berperforma lebih baik dibandingkan dengan yang non-syariah.

Setelah mengetahui dari mayoritas hasil penelitian yang menyatakan bagaimana performa perusahaan *sharia-compliant* dan *non-sharia compliant* baik dengan pengukuran berdasarkan *return* maupun risiko, namun ada beberapa penelitian yang menyatakan sebaliknya berbeda dengan mayoritas hasil penelitian yang ada yang disebabkan oleh beberapa faktor didalamnya. Sebagaimana yang terdapat pada hasil penelitian yang dilakukan oleh (Sholihah & Asandimitra, 2017) pada studi kasus ISSI (Indeks Saham Syariah Indonesia) dan IHSG (Indeks Harga Saham Gabungan) tahun 2011 – 2016, menyatakan bahwa justru kinerja ISSI yang merupakan indeks saham dengan keseluruhan perusahaan *sharia-compliant* dengan menggunakan rasio Sharpe (berdasarkan *return*) lebih baik dibandingkan dengan kinerja IHSG yang merupakan gabungan dari semua perusahaan baik yang *sharia-compliant* maupun tidak. Hal ini

didasarkan sebab pada tahun 2011 disebutkan terjadinya sentimen negatif dari eksternal (luar negeri) pada pasar modal Indonesia. Diantara sentimen negatif tersebut ialah krisis politik pada negara-negara kawasan Timur Tengah seperti Mesir dan Libya. Selain adanya sentimen negatif tersebut, juga terdapat penurunan ekonomi pada negara-negara besar lainnya yang berpengaruh pada negara kecil lainnya seperti penurunan ekonomi di Jepang sebab adanya gempa, dan krisis Yunani dan Amerika Serikat yang mengakibatkan melemahnya pasar modal khususnya IHSG sebab investor dari negara-negara terbesar tersebut lebih banyak menginvestasikan modalnya kepada perusahaan *non-sharia compliant.*

Di antara penelitian lain yang menyatakan berbeda dibandinkan mayoritas hasil penelitian lainnya ialah menyatakan tidak adanya perbedaan kinerja antara perusahaan *sharia-compliant* dan yang *non-sharia compliant.* Hal ini bisa terjadi disebabkan oleh berbedanya kondisi serta sampel yang digunakan oleh setiap peneliti. Pada penelitian yang dilakukan oleh Ida, dkk., (2014) tidak terdapat perbedaan yang siginifikan pada penelitiannya disebabkan oleh sampel yang digunakan pada penelitiannya hanya pada tahun 2011 – 2012 dengan data bulanan. Dan pada periode pada sampel tersebut, nilai *return* dari setiap indeks termasuk *flat* atau sama-sama pertumbuhannya cenderung datar yang disebabkan juga oleh kondisi perekonomian di Indonesia di tahun tersebut yang cenderung stabil. Begitu pula yang terdapat pada penelitiannya Sofyan (2018), pada sampel penelitiannya menggunakan data *time series* harian pada tahun 2017. Pada tahun 2017, kondisi perekonomian di Indonesia secara makro juga cenderung stabil yang menyebabkan perubahan harga secara serempak di IHSG.

Selanjutnya pada penelitian yang terakhir yang dilakukan oleh Rashidian (2002), menyatakan hasil yang unik dibandingkan dengan penelitian lainnya. Pada penelitian dengan menggunakan sampel dari indeks saham syariah dan

indeks pasar besar di Amerika Serikat (DJI dan W5000) serta tingkat investasi bebas risiko berupa obligasi pemerintah (3m T-Bill) di Amerika Serikat, disimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan secara siginifikan antara kinerja DJI dan W5000, akan tetapi ada fakta lain yang menyatakan bahwa kinejra DJI (indeks saham syariah Amerika Serikat) ditentukan dengan kinerja W5000 serta obligasi pemerintah (3m T-Bill). Disebabkan dengan keterkaitannya kinerja antara DJI dan W5000 menyebabkan perubahan kinerja antara 2 indeks tersebut berbanding lurus, sehingga tidak memiliki perbedaan secara signifikan.

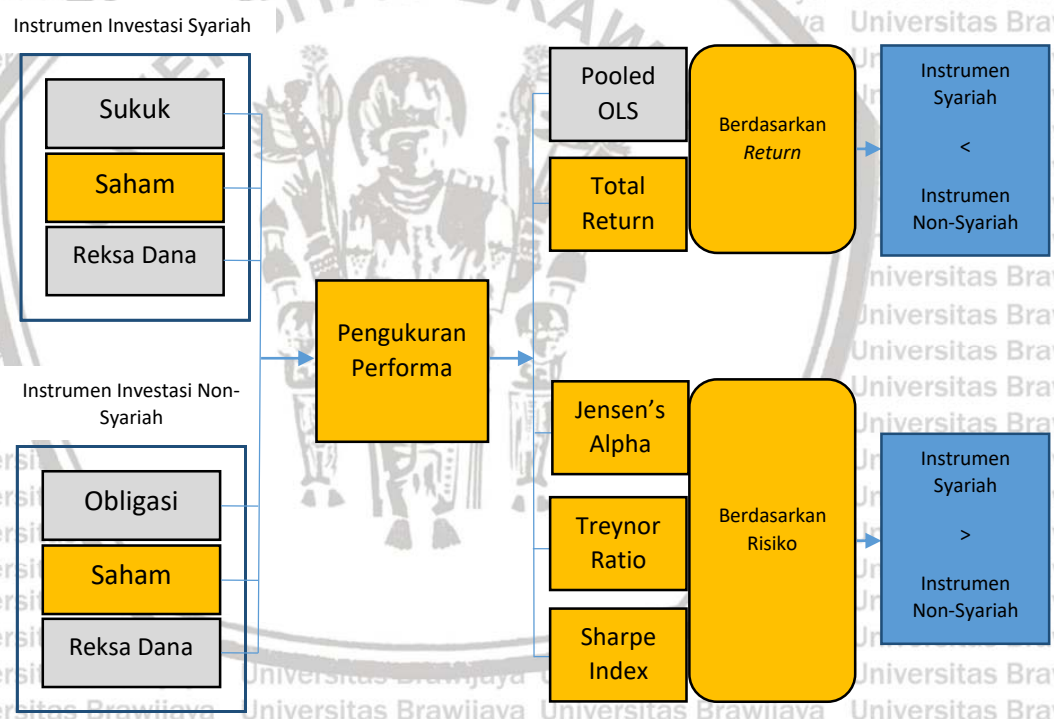
Berdasarkan dari hasil rangkuman penelitian terdahulu di atas, dapat disimpulkan bahwa kinerja perusahaan *sharia-compliant* dan yang *non-sharia compliant* jika diukur berdasarkan tingkat pengembaliannya atau *return* (selisih harga saham dari periode sebelumnya) yang memiliki kinerja lebih baik ialah perusahaan *non-sharia compliant* sedangkan jika diukur dengan risiko maka perusahaan *sharia-compliant* yang berkinerja lebih baik. Adapun berbagai hasil penelitian lainnya yang memiliki hasil yang berbeda dengan mayoritas penelitian, disebabkan oleh berbagai kondisi khusus yang terjadi di setiap penelitiannya seperti sampel tahunnya, kondisi perekonomian global maupun domestik pada tahun sampelnya, serta di tempat negara yang berbeda. Kondisi khusus yang terjadi pada beberapa penelitian yang kontroversial dari mayoritas penelitian lainnya tidak bisa dijadikan acuan sebagai hasil yang resistan dalam kondisi apapun, namun bisa memberikan sedikit gambaran bagaimana kemungkinan yang terjadi pada penelitian skripsi ini jika hasil yang didapat serupa dengan hasil penelitian yang minoritas (kinerja perusahaan *sharia-compliant* lebih baik kinerjanya daripada *non-sharia compliant* jika diukur berdasarkan return dan tidak ada perbedaan yang signifikan antara kinerja perusahaan *sharia-compliant* dengan yang *non-sharia* compliant). Dengan demikian, peneliti ingin fokus

meneliti bagaimana performa perusahaan *sharia-compliant* dengan yang *non-sharia compliant* berdasarkan dengan pengukuran risikonya.

2.3. Kerangka Pikir

Berdasarkan dari telaah pustaka dan kesimpulan pada hasil penelitian terdahulu, performa perusahaan yang *sharia-compliant* lebih baik dibandingkan dengan yang *non-sharia compliant* jika pengukuran performanya berdasarkan dengan tingkat risiko, sedangkan jika diukur dari *return* maka yang *non-sharia compliant* yang lebih berkinerja baik.

Gambar 2.2: **Kerangka Pikir**



Keterangan:

fokus analisis

Sumber: Ilustrasi Penulis, 2021

2.4. Hipotesis

Berdasarkan hasil kajian teori di atas, dapat dibentuk beberapa hipotesis mengenai performa perusahaan baik yang mematuhi hukum syariah maupun yang tidak.

H_1) Terdapat perbedaan performa berdasarkan pengukuran *Jensen's Alpha* antara perusahaan *sharia-compliant* dan *non-sharia compliant*

Hipotesis ini didukung oleh hasil penelitian yang dilakukan oleh Agussalim, dkk (2017), Aminatus dan Nadian (2017), Sofyan (2018), Septi Muryani (2013), Albaity dan Rubi (2008) menyatakan angka kinerja instrumen investasi syariah lebih baik dibandingkan dengan non-syariah dengan menggunakan semua penghitungan *risk adjusted performance.* Kecuali pada penelitian yang dilakukan oleh Agussalim, dkk (2017), hanya pada pengukuran *Jensen's Alpha* dan *Treynor Index* reksa dana syariah berkinerja lebih baik.

H_2) Terdapat perbedaan performa berdasarkan pengukuran *Treynor Ratio* antara perusahaan *sharia-compliant* dan *non-sharia compliant*

Hipotesis ini didukung oleh hasil penelitian yang dilakukan oleh Agussalim, dkk (2017), Aminatus dan Nadian (2017), Sofyan (2018), Septi Muryani (2013), Albaity dan Rubi (2008) menyatakan angka kinerja instrumen investasi syariah lebih baik dibandingkan dengan non-syariah dengan menggunakan semua penghitungan *risk adjusted performance.* Kecuali pada penelitian yang dilakukan oleh Agussalim, dkk (2017), hanya pada pengukuran *Jensen's Alpha* dan *Treynor Index* reksa dana syariah berkinerja lebih baik.

H_3) Terdapat perbedaan performa berdasarkan pengukuran *Sharpe Index* antara perusahaan *sharia-compliant* dan *non-sharia compliant*

Hipotesis ini didukung oleh hasil penelitian yang dilakukan oleh Aminatus dan Nadian (2017), Sofyan (2018), Septi Muryani (2013), Albaity dan Rubi (2008) menyatakan angka kinerja instrumen investasi syariah lebih baik dibandingkan dengan non-syariah dengan menggunakan semua penghitungan *risk adjusted performance.* Berbeda dengan pendukung 2 hipotesis sebelumnya, pada H_3 tidak didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Agussalim, dkk (2017), sebab jika diukur diukur dengan menggunakan *Sharpe Index* kinerja reksa dana non-syariah yang berkinerja lebih baik.

repository.ub.ac.id
UNIVERSITAS BRAWIJAYA

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Pendeketan Penelitian

Pada penelitian ini akan menguji bagaimana perbandingan kinerja dari perusahaan yang mematuhi hukum syariah dan yang tidak mematuhi. Dengan demikian penelitian ini akan menekankan bagaimanakah perbandingan kinerja dari performa 2 jenis perusahaan berdasarkan kepatuhan pada hukum syariah yang mana yang memiliki performa terbaik berdasarkan peringkat. Pengukuran kepatuhan syariah pada perusahaan pada penelitian ini berfokus kepada kepatuhannya pada pelaksanaan bidang keuangan perusahaan tersebut apakah dengan menggunakan konsep syariah apakah tidak yang dapat dilihat dari saham yang diterbitkan oleh sampel perusahaannya masing-masing.

Pendekatan kuantitatif akan menganalisis bagaimana performa perusahaan berbasis syariah dan tidak. Sugiyono (2015) mendefinisikan penelitian kuantitatif sebagai metode penelitian yang berlandaskan pada filsafat positivism, digunakan untuk meneliti populasi atau sampel tertentu, pengambilan sampel secara random, dan analisis data yang bersifat kuantitatif dengan tujuan untuk menguji hipotesis yang telah ditetapkan (Sugiyono, 2015). Dengan demikian, penelitian kuantitatif sangat cocok untuk menguji hipotesis bagaimana performa perusahaan *sharia-compliant* dan yang *non-sharia compliant*.

3.2. Jenis dan Sumber Data

Dalam penelitian, jenis data yang digunakan adalah data sekunder yang berarti diperoleh tidak secara langsung oleh penulis, namun mengambil dari data yang sudah tertulis. Data yang digunakan berdasarkan *time series* yang berarti

data tersebut berdasarkan tren rentetan waktu. Data yang digunakan pada penelitian ini adalah:

1. Data bulanan laporan kinerja saham perusahaan *sharia-compliant* (data harga pasar saham dan nilai saham perusahaan) yang terdaftar dalam Indeks LQ45 per November 2020 mulai Januari 2012 – Desember 2020.
2. Data bulanan laporan kinerja saham perusahaan non *sharia-compliant* (data harga pasar saham dan nilai saham perusahaan) yang terdaftar dalam Indeks LQ45 per November 2020 mulai Januari 2012 – Desember 2020.
3. Data Indonesia 10-Year Bond Yield bulanan mulai Januari 2012 – Desember 2020.
4. Data nilai tukar rupiah terhadap USD bulanan mulai Januari 2012 – Desember 2020.

Data-data tersebut diperoleh dari *website* resmi Bursa Efek Indoenesia (BEI).

3.3. Definisi Operasional Variabel Penelitian

Pada penelitian ini, peneliti menggunakan beberapa variabel yang disimpulkan dari beberapa model variabel penelitian terdahulu. Berikut operasional variabel penelitian yang digunakan:

Tabel 3.1: **Operasional Variabel Penelitian**

No.	Variabel	Pengukuran	Sampel Variabel	Sumber
1.	Selisih *actual return* saham	Selisih harga antara saham periode yang sekarang dan	Perusahaan *sharia-compliant* dan yang *non-sharia compliant* yang termasuk	Bursa Efek Indonesia (BEI)

		yang sebelumnya Rumus: $R = \frac{Vf - Vi}{Vi}$	dalam Indeks LQ45 bulanan mulai Januari 2012 – Desember 2020.	
2.	*Excess return*	Selisih *return* ekspektasi dengan *return* aktiva bebas risiko Rumus: $E\{R\} = \sum_{i=1}^{n} RiPi$	Perusahaan *sharia-compliant* dan yang *non-sharia compliant*yang termasuk dalam Indeks LQ45 bulanan mulai Januari 2012 – Desember 2020.	Bursa Efek Indonesia (BEI)
3.	*Risk-free rate*	Tingkat pengembalian instrumen bebas risiko seperti obligasi pemerintah Indonesia.	*Indonesia Government 10 Year Yield Bond* bulanan mulai Januari 2012 – Desember 2020.	Bursa Efek Indonesia (BEI)
4.	Estimasi *return* dengan CAPM	Koefisien beta *return* saham pada market. Rumus:	Perusahaan *sharia-compliant* dan yang *non-sharia compliant*	Bursa Efek Indonesia (BEI)

		$R_e = \beta \times \{R_m - R_f\} + R_p - Rf$	yang termasuk dalam Indeks LQ45 bulanan mulai Januari 2012 – Desember 2020.	

3.4. Metode Analisis

3.4.1. Alpha Jensen

Suatu metode yang ditemukan oleh Michael C. Jensen yang menghitung excess *return* (selisih *return* dengan *Risk Free*) yang diperoleh sebuah portofolio melebihi hasil yang diharapkan. Pengukuran inilah yang dikenal sebagai alpha. Rasio Jensen mengukur seberapa banyak tingkat hasil portofolio pada kemampuan manajer investasi untuk mendapatkan hasil di atas rata-rata. Maka alpha sangat berhubungan erat dengan tingkat *skill* dan kemampuan seorang manager investasi melakukan *decision maker* (Jensen, 1967).

Rumus Alpha Jensen = $R_e = \beta \times \{R_m - R_f\} + R_p - R_f$

R_e = Imbal hasil porotofolio

R_m = Imbal hasil market

R_f = *risk-free rate*/instrumen investasi bebas risiko (Obligasi pemerintah dll)

β = Koefisien beta saham terhadap market

Langkah pertama dalam pelaksanaan analisis pada penelitian ini adalah menentukan dahulu bagaimana tingkat performa dari 2 jenis perusahaan yaitu Perusahaan *Sharia-compliant* dan yang Non *Sharia-compliant* dengan menggunakan penentuan besaran angka Alpha Jensen.

Untuk melihat peforma dari analisis manager investasi, seorang investor tidak hanya harus melihat imbal hasil dari portofolionya, tetapi juga risiko dari portofolio, apakah imbal hasil cukup untuk melawan risiko yang ada. Sebagai contoh saja jika dalam 2 pilihan portofolio sama–sama memberikan imbal hasil 15% pertahun lantas tidak membuat performa ke 2 portofolio tersebut sama, seorang manager investasi harus memilih portofolio yang lebih rendah risikonya.

Rasio Jensen adalah salah satu cara untuk memperhitungkan hal tersebut, jika perhitungan hasil jensen's alpha positif berarti manager investasi atau *fund manager* telah "*beat the market*" dengan kemampuan dan *skill* pemilihan sahamnya.

3.4.2. Rasio Treynor

Memiliki kesamaan dengan penghitungan *Jensen's Alpha* yaitu sama-sama menggunakan risiko sistematis atau pengukuran risiko dengan *beta,* bukan dengan total risiko, Rasio Treynor memiliki perbedaan dengan Alpha Jensen yaitu tidak memperhatikan CAPM (Capital Asset Pricing Model), cukup dengan portofolio *return* dari saham kemudian dikurangi dengan *yield* dari instrumen investasi risiko lalu dibagi dengan risiko sistematis (*beta*). Semakin tinggi nilai dari Rasio Treynor maka semakin baik pula portofolio dari perusahaan tersebut (Treynor, 1961).

Indeks kinerja Treynor dihitung dengan formula berikut (Manurung, 2019):

$$\textbf{Treynor (Tp)} = \frac{Rp - Rf}{\beta p}$$

Keterangan:

R_p = *Return* portofolio atau tingkat pengembalian pasar pada periode tertentu.

R_f = *Return* investasi bebas risiko tingkat bunga bebas risiko pada periode tertentu.

B_p = Koefisien *beta* pasar.

3.4.3. Indeks Sharpe

Salah satu metode yang digunakan untuk membandingkan kinerja portofolio dengan menggunakan konsep dari Garis Pasar Modal/*Capital Market Line* (CML) atau lebih dikenal dengan istilah *Reward to Variability Rasio* (RVAR). Dimana Sharpe menyatakan series kinerja portofolio dihitung merupakan hasil bersih dari portofolio dengan tingkat bunga bebas risiko per unit risiko dengan diberi simbol Sp. Indeks Sharpe juga didefinisikan sebagai perhitungan dalam pengukuran *return* aset portofolio bebas risiko yang terkait dengan total risiko. Pengukuran Indeks Sharpe bertujuan untuk mengevaluasi portofolio atau saham individu dengan risiko yang tidak bisa didiversifikasi (*diversifiable risk*) oleh Ferruz, Gómez-Bezares, dan Vargas (2010) (Putra, Atahau, & Robiyanto, 2018). Indeks kinerja Sharpe dihitung dengan formula sebagai berikut (Sharpe, 1994):

$$\textbf{Sharpe (Sp)} = \frac{Rp - Rf}{\sigma p}$$

Keterangan:

Rp = *Return* portofolio atau tingkat pengembalian pasar pada periode tertentu.

Rf = *Return* investasi bebas risiko tingkat bunga bebas risiko pada periode tertentu.

σp = Standar Deviasi atau total risiko yaitu hasil jumlah dari risiko sistematik dan risiko unsistematik.

3.4.4. Z-Score

Z-Score adalah suatu ukuran penyimpangan data dari nilai rata-ratanya yang diukur dalam satuan standar deviasinya. Jika nilainya terletak diatas rata-rata maka Z score-nya akan bernilai positif, sedangkan apabila nilainya dibawah nilai rata-rata maka Z score-nya akan bernilai negatif. Z Score ini juga disebut dengan Nilai Standar atau Nilai Baku (Dowdy, Wearden, & Chilko, 2011).

Manfaat dari menstandarisasikan nilai-nilai skor mentah atau nilai yang diamati dari distribusi normal menjadi Z Score atau Skor Z ini adalah untuk memungkinkan kita menghitung probabilitas skor yang terjadi dalam distribusi normal dan juga memungkinkan kita untuk membandingkan dua skor yang berasal dari populasi yang berbeda.

Untuk mencari Z Score atau Nilai Baku ini, kita perlu mengetahui nilai rata-rata (mean) dan stardar deviasi suatu populasi karena Rumus untuk menghitung Z Score adalah dengan mengurangi nilai yang diamati (skor mentah) dengan rata-rata populasi dan kemudian dibagi dengan standar deviasinya.

Rumus menghitung Z-Score adalah $Z = (x-\mu) / \sigma$

x = nilai yang diamati (skor mentah)

μ = rata-rata populasi

σ = standar deviasi populasi

Z = Z-Score (Nilai Baku)

3.4.5. Uji Normalitas

Uji Normalitas adalah sebuah uji yang dilakukan yang bertujuan untuk menilai sebaran data pada sebuah kelompok data atau variabel, apakah pada populasi normal sebaran data pada sampel tersebut berdistribusi normal atau tidak. Disebabkan pada penelitian ini hanya terdapat 45 sampel, maka uji normalitas yang digunakan ialah Uji *Shapiro-Wilk* sebab uji ini ialah uji normalitas yang efektif pada sampel yang sedikit (< 100) (Sugiyono, 2015).

Langkah penghitungan untuk *Shapiro-Wilk Test* ini ialah Data diurut, kemudian dibagi dalam dua kelompok untuk dikonversi dalam Shapiro Wilk. Dapat juga dilanjutkan transformasi dalam nilai Z untuk dapat dihitung luasan kurva normal (Sugiyono, 2015). Hipotesis pengujiannya ialah sebagai berikut:

H_0	:	Distribusi data normal	Jika nilai probabilitas > 0,05
H_1	:	Distribusi data tidak normal	Jika nilai probabilitas < 0,05

$$T_3 = \frac{1}{D}\left[\sum_{i=1}^{k} a_i \left(X_{n-i+1} - X_i\right)\right]$$

Keterangan:

D = Berdasarkan rumus di bawah

a_i = Koefisien test Shapiro Wilk

X_{n-1+1} = Angka ke n – 1 + 1 pada data

X_i = Angka ke i pada data

$$D = \sum_{i=1}^{n} (X_i - \bar{X})^2$$

Keterangan:

X_i = Berdasarkan rumus di bawah

X = Rata-rata data

$$G = b_n + c_n + 1n\left[\frac{T_3 - d_n}{1 - T_3}\right]$$

Keterangan:

G = Identik dengan nilai Z distribusi normal

T_3 = Berdasarkan rumus di atas

b_n, C_n, d_n = Konversi statistik Shapiro Wilk pendekatan distribusi normal

3.4.6. Uji Homogenitas

Dalam statistik, uji Levene adalah statistik inferensial yang digunakan untuk menilai kesetaraan varians untuk variabel yang dihitung untuk dua atau lebih kelompok. Beberapa prosedur statistik umum mengasumsikan bahwa varians dari populasi dari mana sampel yang berbeda diambil adalah sama. Tes Levene menilai asumsi ini. Ini menguji hipotesis nol bahwa varians populasi adalah sama (disebut homogenitas varians atau homoskedastisitas) (Sugiyono, 2015). Hipotesis pengujiannya ialah sebagai berikut:

H_0 :	Varians data homogen	Jika nilai probabilitas > 0,05
H_1 :	Varians data heterogen	Jika nilai probabilitas < 0,05

$$W = \frac{(N-k)}{(k-1)} \cdot \frac{\sum_{i=1}^{k} N_i (Z_i - Z_{..})_2}{\sum_{i=1}^{k}\sum_{j=1}^{N_i} (Z_{ij} - Z_i)_2}$$

Keterangan:

k = Banyaknya kelompok

N_i = Selisih antara nilai Z_i dan nilai Z

N = Jumlah observasi

Z_{ij} = Selisih antara rata-rata dari kelompok ke *i* dan rata-rata kelompok dari Z_i

3.4.7. Uji Hipotesis

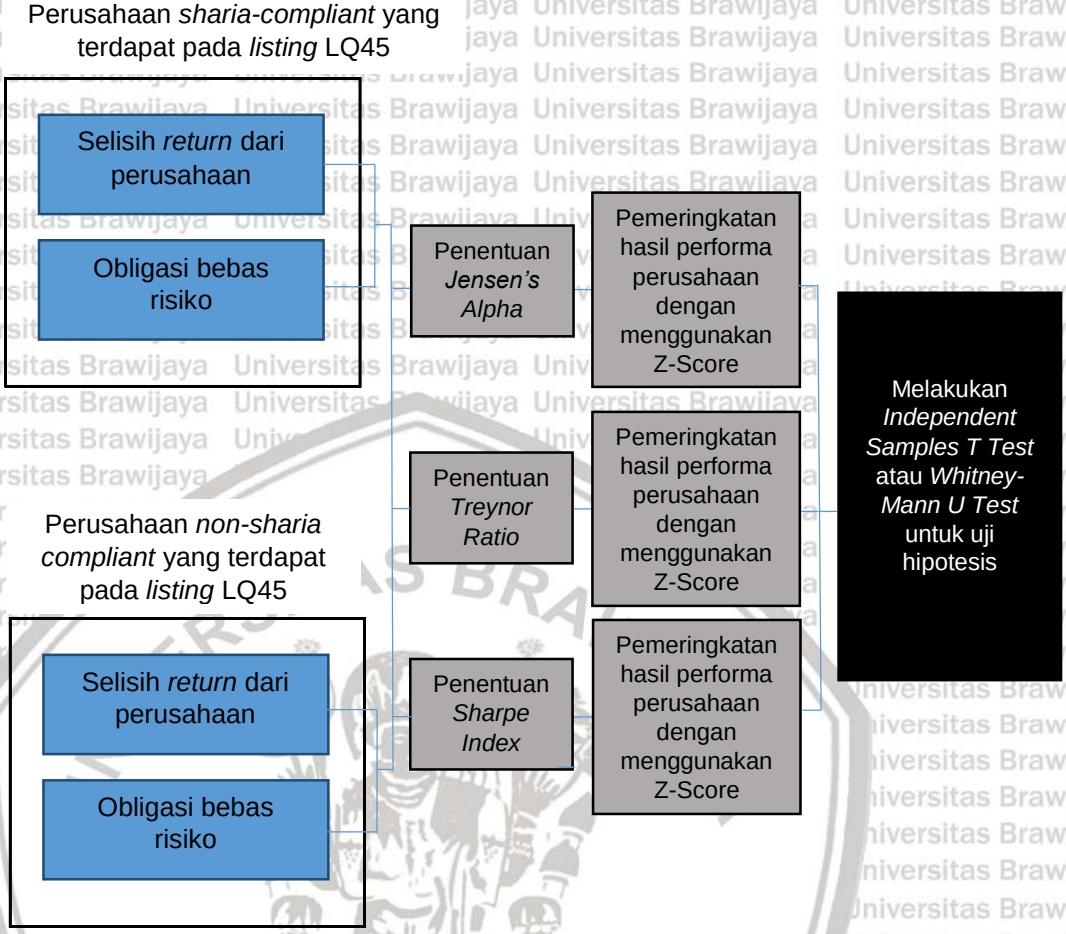
Uji hipotesis yang dilakukan pada penelitian ini ialah *Independent Samples T Test* jika sampel data telah lolos uji normalitas dan uji homogenitas. Sedangkan jika sampel data tidak lolos salah satu atau semuanya dari uji normalitas dan homogenitas, maka uji yang dilakukan ialah menggunakan uji non-parametrik dengan *Whitney-Mann U Test.* (Sugiyono, 2015). Hipotesis pengujiannya ialah sebagai berikut:

H_0 : Diterima		Jika nilai probabilitas > 0,05
H_1 : Diterima		Jika nilai probabilitas < 0,05

3.5. Kerangka Penelitian

Dalam melakukan penelitian ini, untuk mempermudah mengetahui alur kerangka penelitan yang akan dilakukan, berikut kerangka penelitiannya:

Gambar 3.1: **Kerangka Penelitian**



Sumber: Ilustrasi Penulis, 2021

Keterangan:

1) Penentuan *Jensen's Alpha, Treynor Ratio,* serta *Sharpe Index* untuk penentuan performa berdasarkan risiko dan *return* dari setiap perusahaan yang terdapat pada *listing* LQ45 menggunakan data selisih *return* dan *risk free.*
2) Setelah mendapatkan hasil dari pengukuran *Jensen's Alpha, Treynor Ratio,* serta *Sharpe Index,* diurutkan menggunakan Z-Score untuk masing-masing pengukuran dengan tujuan mengetahui peringkat performa perusahaan

3) Untuk menguji hipotesis, dilakukan pengujian dengan *Independent Samples T Test* ataupun *Whitney-Mann U Test* setelah melakukan uji normalitas dan homogenitas dari masing-masing hasil pengukuran performa.

repository.ub.ac.id
UNIVERSITAS BRAWIJAYA

BAB IV

HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1. Hasil Penelitian

4.1.1. Deskripsi Umum Sampel Data

4.1.1.1. Profil Perusahaan pada LQ45

Dalam penelitian skripsi ini objek penelitian yang digunakan ialah seluruh perusahaan yang terbitan sahamnya termasuk dalam *listing* indeks saham LQ45 per November 2020. Yang termasuk dalam *listing* tersebut terdapat 32 perusahaan yang menerbitkan sahamnya dengan saham syariah dan terdapat 13 perusahaan dengan terbitan saham non-syariah.

Tabel 4.1: **Tabel Perbandingan Jumlah Jenis Saham dari LQ45**

Jenis Saham	Jumlah	Presentase
Syariah	32	71.11%
Non-syariah	13	28.89%

Sumber: Data Diolah

Indeks saham LQ45 merupakan indeks saham dengan tingkat likuiditas paling tinggi dibandingkan dengan seluruh saham-saham lainnya yang diterbitkan di Indonesia. Dengan artian lain, perusahaan yang saham terbitannya termasuk dalam indeks LQ45 memiliki peforma keuangan tertinggi dibandingkan saham yang lainnya. Perusahaan dengan terbitan saham syariah yang termasuk dalam LQ45 berjumlah 32:45 dengan presentase 71,11% sedangkan perusahaan dengan terbitan saham non-syariah berjumlah 13:45 dengan presentase 28,89%.

Tabel 4.2: **Tabel Saham Syariah (Perusahaan *Sharia-compliant*)**

No.	Kode	Nama Saham	Jenis Usaha
1	ACES	Ace Hardware Indonesia Tbk.	Perlengkapan Rumah dan Produk Gaya Hidup
2	ADRO	Adaro Energy Tbk.	Pertambangan Batubara
3	AKRA	AKR Corporindo Tbk.	Grosir (Barang Tahan Lama & Tidak Tahan Lama)
4	ANTM	Aneka Tambang Tbk.	Pertambangan Besi dan Mineral Lainnya
5	BTPS	Bank BTPN Syariah Tbk.	Perbankan
6	CPIN	Charoen Pokphand Indonesia Tbk.	Pakan Hewan
7	CTRA	Ciputra Development Tbk.	Properti dan Perumahan
8	ERAA	Erajaya Swasembada Tbk.	Perdagangan *Retail*
9	EXCL	XL Axiata Tbk.	Telekomunikasi
10	ICBP	Indofood CBP Sukses Makmur Tbk.	Makanan dan Minuman
11	INCO	Vale Indonesia Tbk.	Pertambangan Besi dan Mineral Lainnya
12	INDF	Indofood CBP Sukses Makmur Tbk.	Makanan dan Minuman

No.	Kode	Nama Saham	Jenis Usaha
13	INKP	Indah Kiat Pulp & Paper Tbk.	*Pulp* dan Kertas
14	INTP	Indocement Tunggal Prakarsa Tbk.	Semen
15	ITMG	Indo Tambangraya Megah Tbk.	Pertambangan Batubara
16	JPFA	Japfa Comfeed Indonesia Tbk.	Pakan Hewan
17	KLBF	Kalbe Farma Tbk.	Farmasi
18	MDKA	Merdeka Copper Gold Tbk.	Pertambangan Emas, Tembaga, dan Mineral Lainnya
19	MIKA	Mitra Keluarga Karyasehat Tbk.	Jasa Konsultasi Bisnis dan Manajemen
20	MNCN	Media Nusantara Citra Tbk.	Periklanan, Percetakan, dan Media
21	PGAS	Perusahaan Gas Negara Tbk.	Energi
22	PTBA	Bukit Asam Tbk.	Pertambangan Batubara
23	PTPP	PP (Persero) Tbk.	Pembangunan Konstruksi
24	PWON	Pakuwon Jati Tbk.	Properti dan Perumahan
25	SCMA	Surya Citra Media Tbk	Periklanan, Percetakan, dan Media
26	SMGR	Semen Indonesia (Persero) Tbk.	Semen

repository.ub.ac.id
UNIVERSITAS BRAWIJAYA

No.	Kode	Nama Saham	Jenis Usaha
27	SMRA	Summarecon Agung Tbk.	Properti dan Perumahan
28	TKIM	Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk.	*Pulp* dan Kertas
29	TLKM	Telkom Indonesia (Persero) Tbk.	Telekomunikasi
30	UNTR	United Tractors Tbk.	Pertambangan, Konstruksi, dan Energi
31	UNVR	Unilever Indonesia Tbk.	Komestik dan Kebutuhan Rumah Tangga
32	WIKA	Wijaya Karya (Persero) Tbk.	Pembangunan Konstruksi

Sumber: Bursa Efek Indonesia

Berdasarkan dari tabel di atas dapat dilihat bahwa berbagai perusahaan dengan berbagai jenis usaha yang dilakukannya menerbitkan sahamnya dengan kualifikasi saham syariah. Dimulai dari jenis usaha berupa jasa seperti jasa konsultasi hingga jenis usaha berupa penyedia produk seperti barang elektronik, barang kebutuhan rumah tangga, properti, dan bahkan pertambangan menerbitkan sahamnya dengan saham syariah.

Tabel 4.3: **Tabel Saham Non-syariah (Perusahaan *Non-sharia compliant*)**

No.	Kode	Nama Saham	Jenis Usaha
1	ASII	Astra International Tbk.	Otomotif

No.	Kode	Nama Saham	Jenis Usaha
2	BBCA	Bank Central Asia Tbk.	Perbankan
3	BBNI	Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk.	Perbankan
4	BBRI	Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk.	Perbankan
5	BBTN	Bank Tabungan Negara (Persero) Tbk.	Perbankan
6	BMRI	Bank Mandiri (Persero) Tbk.	Perbankan
7	BSDE	Bumi Serpong Damai Tbk.	Properti dan Perumahan
8	GGRM	Gudang Garam Tbk.	Produsen Tembakau
9	HMSP	H.M. Sampoerna Tbk.	Produsen Tembakau
10	JSMR	Jasa Marga (Persero) Tbk.	Jalan Tol, Bandara, Pelabuhan, dan Produk Terkait
11	SRIL	Sri Rejeki Isman Tbk.	Tekstil dan Kain
12	TBIG	Tower Bersama Infrastructure Tbk.	Bisnis Jasa Pendukung Telekomunikasi

No.	Kode	Nama Saham	Jenis Usaha
13	TOWR	Sarana Menara Nusantara Tbk.	Investasi dan Jasa Penunjang Telekomunikasi

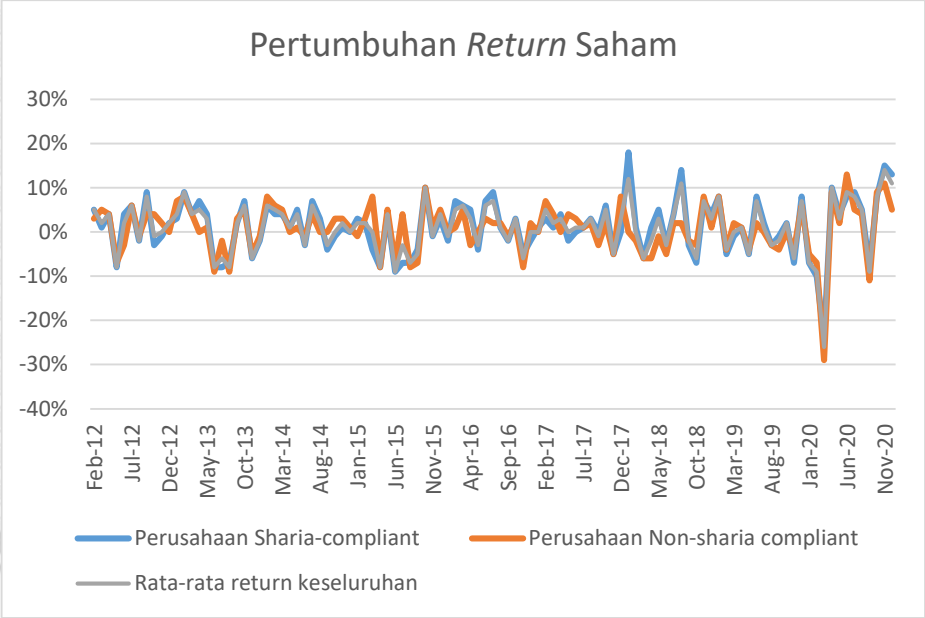
Sumber: Bursa Efek Indoneisa

Kemudian di antara perusahaan yang menerbitkan sahamnya dengan saham non-syariah yang termasuk dalam indeks LQ45 dengan kata lain perusahaan *non-sharia compliant* dengan performa terbaik dari seluruh saham dalam IHSG (Indeks Harga Saham Gabungan) terdapat 13 perusahaan. Dari 13 perusahaan tersebut juga memiliki berbagai jenis usaha yang beragam seperti 32 perusahaan *sharia-compliant.*

4.1.1.2. Pertumbuhan *Return* Perusahaan LQ45

Hal dasar utama untuk mengukur performa dari saham perusahaan ialah dengan melihat bagaimana *return* (selisih harga saham dari periode sebelumnya) sebab *return* merupakan tujuan dasar dari investor saat menginvestasikan uangnya kepada saham (Treynor, 1961). Pada penelitian ini dengan menggunakan sampel data seluruh perusahaan yang terdapat pada *listing* LQ45 yang terdiri dari 32 perusahaan *sharia-compliant* dan 13 perusahaan *non-sharia compliant* dengan sampel waktu mulai Januari 2012 hingga Desember 2020, akan menampilkan bagaimana pertumbuhan *return* 32 perusahaan *sharia-compliant* dibandingkan dengan 13 perusahaan *non-sharia compliant.*

Gambar 4.1: **Pertumbuhan *Return* Saham**



Sumber: Data Diolah

Tabel 4.4: **Tabel Ringkasan *Return***

Return	Perusahaan *Sharia-compliant*	Perusahaan *Non-Sharia compliant*	Rata-rata *return* keseluruhan
Total *return*	127%	79%	113%
Total *return* (*annualized*)	12%	7%	11%
Maksimum *return*	18%	12%	14%
Minimum *return*	-24%	-28%	-25%
Mean *return* (*monthly*)	1,18%	0,74%	1,05%

Sumber: Data Diolah

Berdasarkan dari grafik diatas jika dilihat secara sekilas bisa disimpulkan bahwa pertumbuhan *return* saham baik dari perusahaan *sharia-compliant* dan yang *non-sharia compliant* cenderung berbanding positif dengan arti lain bahwa dalam rentang waktu selama 108 bulan, meningkat dan menurun secara bersamaan meskipun dengan angka pertumbuhan yang berbeda. Kemudian dapat dilihat

juga bahwa pertumbuhan *return* dari perusahaan *sharia-compliant* cenderung di atas dari rata-rata pertumbuhan *return* total perusahaan, berbeda dengan perusahaan *non-sharia compliant* yang cenderung pertumbuhan *return*-nya di bawah dari rata-ratanya terutama pada September 2017 hingga Desember 2020.

Hal yang telah disebutkan di atas dapat dibuktikan berdasarkan pada tabel ringkasan *return* dari sumber data yang telah diolah. Total *return* yang didapatkan dari hasil investasi kepada perusahaan *sharia-compliant* lebih tinggi dibandingkan yang non-sharia compliant bahkan performa perusahaan *non-sharia compliant* berada di bawah dari rata-rata *return* keseluruhan perusahaan. Rasio Perbedaan total *return* antara perusahaan *sharia-compliant* dengan yang tidak, bahkan mencapai sebesar 37,8% begitu pula perbedaaan perusahaan *non-sharia compliant* terhadap rata-rata keseluruhan perusahaan sebesar 30%. Begitu pula pada rasio tingkat *return* tahunan perusahaan *sharia-compliant* berkinerja lebih baik sebesar 41,7% dibandingkan dengan *non-sharia compliant* yang bahkan lebih rendah tingkat pengembalian tahunannya dibandingkan rata-rata tingkat *return* tahunan keseluruhan perusahaan sebesar 36,3%.

Tingkat *return* maksimum dan minimum yang dicapai selama 9 tahun mulai tahun 2012 – 2020 berdasarkan dari tabel ringkasan *return* di atas juga dapat disimpulkan bahwa tingkat pengembalian perusahaan *sharia-compliant* berkinerja lebih baik dibandingkan dengan perusahaan *non-sharia compliant*. Tingkat pengembalian tertinggi yang dicapai oleh perusahaan *sharia-compliant* mencapai angka 18% sedangkan untuk *non-sharia compliant* mencapai hanya

pada angka 12% yang juga lebih rendah dibandingkan dengan rata-rata tingkat pengembalian maksimum dari keseluruhan perusahaan. Begitu pula pada tingkat *return* terendah yang dicapai oleh perusahaan *sharia-compliant* mencapai -24% yang meskipun terbilang sangat rendah, namun tetap lebih baik dibandingkan dengan *non-sharia compliant* yang mencapai hingga -28%.

Berdasarkan tingkat pengembalian bulanan perusahaan *sharia-compliant* pun berkinerja lebih baik dibandingkan dengan *non-sharia compliant*. Perusahaan sharia-compliant rata-rata *return* bulanan yang didapat ialah sebesar 1,18% sedangkan perusahaan *non-sharia compliant* hanya sebesar 0,74% yang bahkan lebih kecil dibandingkan dengan tingkat bulanan rata-rata keseluruhan perusahaan. Dengan demikian, dapat disimpulkan pula bahwa setiap bulannya tingkat *return* yang didapat oleh investor jika menginvestasikan uangnya kepada perusahaan *sharia-compliant* akan mendapatkan *return* yang lebih besar dibandingkan jika diinvestasikan kepada perusahaan *sharia-compliant* dengan perbandingan antara 1,18% dan 0,74%.

Setelah melihat grafik serta tabel tingkat *return* yang didapat dari perbandingan perusahaan *sharia-compliant* dan *non-sharia compliant* serta penjelasan pada paragraf-paragraf sebelumnya dapat disimpulkan bahwa kinerja perusahaan *sharia-compliant* berkinerja lebih baik dibandingkan dengan perusahaan *non-sharia compliant*. Hal ini dapat disimpulkan dengan lebih besarnya tingkat pengembalian yang didapat jika investor berinvestasi pada perusahaan *sharia-compliant* dibandingkan non-sharia compliant sebab total *return*, dan return perbulannya lebih tinggi perusahaan *sharia-compliant*.

4.1.2. Perbandingan Kinerja Berdasarkan Pengukuran *Jensen's Alpha*

Diantara pengukuran performa kinerja saham ialah dengan menggunakan metode penentuan *Jensen's Alpha* yaitu sebuah ukuran saham atau portofolio yang mengestimasikan *return* konstan selama periode investasi dengan risiko sistematik yang sama (Jensen, 1967). Dengan penggunaan metode ini, hasil yang didapat ialah melihat bagaimana estimasi *return* yang didapat apakah lebih baik dibandingkan indeks pasarnya atau tidak. Dengan sampel pada penelitian ini yaitu seluruh perusahaan yang termasuk dalam indeks pasar LQ45, penentuan *Jensen's Alpha* dimaksudkan untuk mengetahui seberapa baiknya tingkat *return* konstan yang didapat dibandingkan dengan indeks LQ45. Semakin besar angka *Jensen's Alpha* mengindikasikan semakin besar pula tingkat *return* konstan yang didapat dengan mempertimbangkan berdasarkan rasio risikonya juga.

Setelah penentuan *Jensen's Alpha,* ditentukan nilai standarisasi dari *Jensen's Alpha* yang didapat dari setiap perusahaan dengan *mean* serta standar deviasi dari total keseluruhan nilai *Jensen's Alpha* yang ada pada sampel data atau yang biasa disebut dengan Z-Score. Penentuan Z-Score ini bertujuan untuk melihat seberapa besar selisih dari setiap *Jensen's Alpha* perusahaan dengan *mean Jensen's Alpha*-nya. Jika angka Z-Score berupa negatif maksudnya adalah seberapa besar selisihnya angka *Jensen's Alpha* diatas dengan *mean*-nya. Sedangkan jika nilainya berupa negatif, berarti nilai dari *Jensen's Alpha* yang didapat lebih rendah dibandingkan dengan *mean*-nya. Dengan artian lain, jika angka Z-Score yang didapat berupa negatif mengindikasikan kinerja dari perusahaan

tersebut lebih rendah dibandingkan dengan kinerja perusahaan lainnya, sehingga dengan penentuan Z-Score ini dapat menentukan 2 kategori yaitu perusahaan yang *outperformed* (berkinerja mengungguli perusahaan lainnya) dan yang *underperformed* (berkinerja di bawah rata-rata perusahaan lainnya).

Tabel 4.5: **Peringkat Kinerja Saham Berdasarkan *Jensen's Alpha***

Peringkat	Saham	Jensen's Alpha	Z-Score
1	INKP (S)	21%	2.19119
2	MDKA (S)	18%	1.87580
3	TKIM (S)	17%	1.82623
4	BBCA	13%	1.45194
5	TOWR	12%	1.36818
6	ACES (S)	12%	1.35914
7	TBIG	10%	1.11206
8	PTPP (S)	9%	1.06382
9	WIKA (S)	7%	0.88471
10	CPIN (S)	7%	0.80642
11	BTPS (S)	6%	0.72480
12	UNVR (S)	3%	0.45629
13	ICBP (S)	3%	0.43462
14	JPFA (S)	2%	0.36105
15	CTRA (S)	2%	0.35377
16	BBNI	2%	0.34741
17	ERAA (S)	2%	0.32945
18	INDF (S)	0%	0.15634
19	BBTN	-1%	0.12966
20	SMRA (S)	-1%	0.05544
21	INCO (S)	-2%	-0.02343
22	MIKA (S)	-3%	-0.06010
23	BSDE	-3%	-0.07661
24	SMGR (S)	-3%	-0.13669
25	JSMR	-4%	-0.17691

Peringkat	Saham	Jensen's Alpha	Z-Score
26	SRIL	-4%	-0.20428
27	ANTM (S)	-5%	-0.28105
28	BMRI	-5%	-0.29138
29	UNTR (S)	-5%	-0.31589
30	HMSP	-6%	-0.35893
31	AKRA (S)	-6%	-0.39219
32	INTP (S)	-6%	-0.41030
33	MNCN (S)	-7%	-0.45506
34	ADRO (S)	-8%	-0.52619
35	GGRM	-8%	-0.57273
36	PWON (S)	-10%	-0.71365
37	EXCL (S)	-10%	-0.75582
38	BBRI	-10%	-0.76164
39	TLKM (S)	-12%	-0.98814
40	PGAS (S)	-12%	-0.98837
41	KLBF (S)	-14%	-1.13985
42	ITMG (S)	-15%	-1.25597
43	SCMA (S)	-19%	-1.63849
44	PTBA (S)	-25%	-2.14765
45	ASII	-30%	-2.61698

Sumber: Data Diolah

Berdasarkan dari tabel hasil penentuan *Jensen's Alpha* serta diurutkan dengan nilai Z-Score, dapat diketahui bahwa perusahaan yang berperforma paling baik ialah perusahaan INKP (PT Indah Kiat Pulp & Paper) dengan nilai *Jensen's Alpha* sebesar 21% yang berarti tingkat *return* konstan tahunan yang didapat selama 108 bulan dengan mempertimbangkan tingkat risiko serta instrumen investasi bebas risiko, ialah sebesar 21% atau dengan kata lain kurang lebih mendapatkan pengembalian sebesar 1/5 dari jumlah nominal saham yang diinvestasikan oleh investor. Begitu pula yang menempati 3 peringkat

terbaik ialah perusahaan *sharia-compliant* yang diduduki oleh INKP sebagai peringkat pertama dengan *Jensen's Alpha* sebesar 21%, MDKA (PT Merdeka Copper Gold) dengan *Jensen's Alpha* sebesar 18%, kemudian TKIM (PT Pabrik Kertas Tjiwi Kimia) dengan *Jensen's Alpha* sebesar 17%.

Berdasarkan urutan Z-Score yang didapat, terdapat 20 perusahaan dari total 45 perusahaan yang *outperformed* atau berkinerja mengungguli dari perusahaan lainnya. Hal ini ditentukan dari nilai Z-Score yang didapat dari 20 perusahaan tersebut berupa positif dengan arti lain, nilai *Jensen's Alpha* dari 20 perusahaan tersebut lebih tinggi dibandingkan dengan rata-ratanya. Kemudian dari total 20 perusahaan dengan performa terbaik, terdapat 15 perusahaan *sharia-compliant* dan hanya 5 perusahaan yang *non-sharia compliant.* Kemudian sisa dari 25 perusahaan yang *underperformed* (berkinerja di bawah rata-rata) terdapat 17 perusahaan *sharia-compliant* dan 8 perusahaan *non-sharia compliant.*

4.1.3. Perbandingan Kinerja Berdasarkan Pengukuran *Treynor Ratio*

Memiliki kesamaan dengan penghitungan *Jensen's Alpha* yaitu sama-sama menggunakan risiko sistematis atau pengukuran risiko dengan *beta,* bukan dengan total risiko, Rasio Treynor memiliki perbedaan dengan Alpha Jensen yaitu tidak memperhatikan CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), cukup dengan portofolio *return* dari saham kemudian dikurangi dengan *yield* dari instrumen investasi risiko lalu dibagi dengan risiko sistematis (*beta*). Semakin tinggi nilai dari Rasio Treynor maka semakin baik pula portofolio dari perusahaan tersebut.

Begitu pula sama dengan penentuan kinerja dengan pengukuran *Jensen's Alpha* pada sub-bab sebelumnya, setelah penentuan angka Rasio Treynor, ditentukan angka dari Z-Score untuk mengetahui perusahaan mana yang *outperformed* (berkinerja mengungguli perusahaan lainnya) serta yang *underperformed* (berkinerja di bawah rata-rata perusahaan lainnya) dengan melihat apakah nilai Z-Score yang didapat berupa positif atau negatif.

Tabel 4.6: **Peringkat Kinerja Saham Berdasarkan *Treynor Ratio***

Peringkat	Saham	Treynor Ratio	Z-Score
1	INKP (S)	140%	3.04992
2	TKIM (S)	90%	2.02445
3	MDKA (S)	69%	1.60087
4	TOWR	40%	1.01498
5	ACES (S)	30%	0.80497
6	PTPP (S)	28%	0.76205
7	TBIG	27%	0.75029
8	WIKA (S)	18%	0.57193
9	CPIN (S)	15%	0.51135
10	BBCA	14%	0.49620
11	BTPS (S)	11%	0.43500
12	ERAA (S)	5%	0.31420
13	ICBP (S)	4%	0.29261
14	JPFA (S)	4%	0.28957
15	UNVR (S)	3%	0.26801
16	CTRA (S)	3%	0.26395
17	BBNI	1%	0.22968
18	INDF (S)	-2%	0.16061
19	BBTN	-3%	0.13898
20	SMRA (S)	-5%	0.09867
21	BSDE	-7%	0.06201
22	SMGR (S)	-8%	0.04246

Peringkat	Saham	Treynor Ratio	Z-Score
23	JSMR	-9%	0.02715
24	BMRI	-10%	-0.00532
25	INCO (S)	-11%	-0.02809
26	HMSP	-12%	-0.03179
27	MIKA (S)	-12%	-0.03330
28	UNTR (S)	-13%	-0.06506
29	INTP (S)	-15%	-0.09569
30	AKRA (S)	-15%	-0.09757
31	GGRM	-16%	-0.11384
32	BBRI	-25%	-0.30689
33	ADRO (S)	-26%	-0.32053
34	MNCN (S)	-28%	-0.37562
35	PWON (S)	-29%	-0.37716
36	EXCL (S)	-29%	-0.39537
37	TLKM (S)	-30%	-0.41590
38	SRIL	-34%	-0.49051
39	PGAS (S)	-39%	-0.59414
40	KLBF (S)	-46%	-0.72788
41	SCMA (S)	-68%	-1.17227
42	ITMG (S)	-73%	-1.27154
43	ASII	-84%	-1.49827
44	PTBA (S)	-124%	-2.31369
45	ANTM (S)	-181%	-3.47945

Sumber: Data Diolah

Berdasarkan dari tabel hasil penentuan *Treynor Ratio* serta diurutkan dengan nilai Z-Score, dapat diketahui bahwa perusahaan yang berperforma paling baik ialah perusahaan sama yang menduduki peringkat pertama pada pengukuran *Jensen's Alpha* yaitu INKP (PT Indah Kiat Pulp & Paper) dengan nilai *Treynor Ratio* sebesar 140% yang berarti tingkat *return* konstan tahunan yang didapat selama 108 bulan dengan mempertimbangkan tingkat risiko serta instrumen investasi bebas

risiko, ialah sebesar 140% yang didapatkan oleh investor. Begitu pula yang menempati 3 peringkat terbaik ialah perusahaan *sharia-compliant* yang diduduki oleh INKP sebagai peringkat pertama dengan *Treynor Ratio* sebesar 140%, TKIM (PT Pabrik Kertas Tjiwi Kimia dengan *Treynor Ratio* sebesar 90%, kemudian MDKA (PT Merdeka Copper Gold) dengan *Treynor Ratio* sebesar 69%.

4.1.4. Perbandingan Kinerja Berdasarkan Pengukuran *Sharpe Index*

Sharpe Index hampir identik dengan pengukuran Treynor, kecuali bahwa pengukuran risiko adalah dengan menggunakan standar deviasi portofolio, bukan mempertimbangkan risiko sistematik, yang ditampilkan oleh beta. Pengukuran ini, terkait erat dengan pekerjaannya pada model penetapan harga aset modal atau CAPM (Capital Asset Pricing Model) dan diperjelas dengan menggunakan risiko total untuk membandingkan portofolio terhadap garis pasar modal (Sharpe, 1994). Setelah mendapatkan hasil dari penentuan Indeks Sharpe, maka ditentukan nilai Z-Score untuk mengetahui perusahaan mana yang berkinerja baik mengungguli perusahaan-perusahaan lainnya dan mana yang berkinerja buruk di bawah rata-rata perusahaan lainnya.

Tabel 4.7: **Peringkat Kinerja Saham Berdasarkan *Sharpe Index***

Peringkat	Saham	Sharpe Index	Z-Score
1	BBCA	62%	2.55840
2	MDKA (S)	49%	2.04573
3	TOWR	38%	1.65775
4	ACES (S)	35%	1.55199
5	INKP (S)	32%	1.43799
6	TKIM (S)	29%	1.30304
7	TBIG	25%	1.15722

Peringkat	Saham	Sharpe Index	Z-Score
8	PTPP (S)	17%	0.85013
9	CPIN (S)	15%	0.80858
10	WIKA (S)	14%	0.76850
11	BTPS (S)	11%	0.64605
12	UNVR (S)	9%	0.56066
13	ICBP (S)	7%	0.48214
14	JPFA (S)	3%	0.33216
15	CTRA (S)	2%	0.32398
16	BBNI	2%	0.32008
17	ERAA (S)	2%	0.29898
18	BBTN	-3%	0.13232
19	ANTM (S)	-3%	0.12090
20	SMRA (S)	-4%	0.07429
21	INCO (S)	-5%	0.04584
22	INDF (S)	-5%	0.03183
23	SRIL	-8%	-0.07743
24	MIKA (S)	-9%	-0.11045
25	BSDE	-10%	-0.14462
26	SMGR (S)	-13%	-0.25301
27	MNCN (S)	-14%	-0.29467
28	JSMR	-15%	-0.32668
29	BMRI	-19%	-0.47913
30	ADRO (S)	-20%	-0.51606
31	AKRA (S)	-20%	-0.51750
32	UNTR (S)	-20%	-0.53426
33	INTP (S)	-21%	-0.56767
34	PWON (S)	-22%	-0.57616
35	HMSP	-24%	-0.67136
36	BBRI	-27%	-0.77968
37	PGAS (S)	-28%	-0.82530
38	EXCL (S)	-29%	-0.85957
39	ITMG (S)	-29%	-0.87177
40	GGRM	-34%	-1.03940

repository.ub.ac.id
UNIVERSITAS BRAWIJAYA

Peringkat	Saham	Sharpe Index	Z-Score
41	TLKM (S)	-37%	-1.14046
42	KLBF (S)	-40%	-1.25806
43	SCMA (S)	-44%	-1.42595
44	PTBA (S)	-51%	-1.66871
45	ASII	-75%	-2.57069

Sumber: Data Diolah

Berbeda pengukuran risiko dengan *Jensen's Alpha* dan *Treynor* yang menggunakan risiko sistematis yang ditampilkan dengan betas, *Sharpe Index* menggunakan standar deviasi dari *excess return* untuk pengukuran risikonya. Dengan demikian hasil peringkat dengan *Sharpe Index* berbeda dengan 2 pengukuran sebelumnya. Berdasarkan dari tabel hasil penentuan *Jensen's Alpha* serta diurutkan dengan nilai Z-Score, dapat diketahui bahwa perusahaan yang 3 perusahaan yang menempati peringkat tertinggi ditempati oleh 2 perusahaan *non-sharia compliant* yang ditempati oleh BBCA (PT Bank Central Asia) pada peringkat pertama dengan nilai 62%, dan TOWR (PT Sarana Menara Nusantara) yang menempati peringkat ketiga dengan nilai 38%, sedangkan yang menempati peringkat kedua ialah perusahaan *sharia-compliant* yaitu MDKA (PT Merdeka Copper Gold) dengan nilai 49%.

4.2. Uji Normalitas

Sebelum melakukan uji parametrik ataupun non-parametrik untuk menganalisis dari hasil temuan pengukuran performa, diperlukan uji normalitas untuk melihat apakah data terdistribusi normal atau tidak. Kemudian setelah mengetahui normal atau tidaknya distribusi data, digunakan untuk menentukan teknis uji hipotesis apa yang digunakan. Berikut hasil dari uji normalitas:

Tabel 4.8: **Tabel Uji Normalitas**

		Shapiro-Wilk		
	Kategori	Statistic	df	Sig.
Jensen's Alpha	Syariah	.988	32	.967
	Non-syariah	.900	13	.132
Treynor Ratio	Syariah	.904	32	.008
	Non-syariah	.919	13	.240
Sharpe Index	Syariah	.986	32	.946
	Non-syariah	.958	13	.726

Sumber: Data Diolah

Teknik uji normalitas yang digunakan pada sampel data ini ialah dengan menggunakan Uji Shapiro-Wilk sebab jumlah sampel data tergolong kecil (< 100) berbeda jika sampelnya tergolong besar maka menggunakan teknik Uji Kolmogorov-Smirnov (Sugiyono, 2015). Dari hasil uji normalitas di atas, data daro semua variabel dengan semua kategorinya terdistribusi dengan normal kecuali pada variabel *Treynor Ratio* sebab output signifikansinya < 0,05. Hal ini mengindikasikan teknik uji hipotesis yang digunakan pada hasil dari *Jensen's Alpha* dan *Sharpe Index* ialah menggunakan uji parametrik sedangkan *Treynor Ratio* menggunakan uji non-parametrik.

4.3. Uji Homogenitas

Disebabkan adanya 3 kelompok pada penelitian ini, maka diperlukan uji homogenitas untuk penentuan uji parametrik atau non-paramatrik dalam uji hipotesis nantinya. Berikut hasil dari uji normalitas menggunakan *Levene Statistic*:

Tabel 4.9: **Tabel Uji Homogenitas**

		Levene Statistic	df1	df2	Sig.
Jensen's Alpha	Based on Mean	.102	1	43	.750
	Based on Median	.133	1	43	.717
Treynor Ratio	Based on Mean	1.671	1	43	.203
	Based on Median	1.674	1	43	.203
Sharpe Index	Based on Mean	.822	1	43	.370
	Based on Median	.656	1	43	.423

Sumber: Data Diolah

Dari hasil uji homogenitas di atas, dapat dilihat bahwa pada semua kelompok memiliki nilai varians yang sama atau homogen. Hal ini dilihat dari setiap variabelnya, nilai signifikansinya > 0,05. Dengan homogennya semua variabel, maka dapat dilakukan uji hipotesis menggunakan uji parametrik. Namun disebabkan pada uji normalitas sebelumnya terdapat satu variabel yang tidak terdistribusi normal yaitu *Treynor Ratio,* maka khusus pada *Treynor Ratio* dilakukan uji non-parametrik untuk uji hipotesinya.

4.4. Uji Hipotesis

4.4.1. Hasil Uji Perbedaan Performa Berdasarkan Pengukuran *Jensen's Alpha*

Secara statistika deskriptif tanpa memandang inferensia ataupun kesimpulan apapun tentang kelompok induknya yang lebih besar,

perusahaan yang memiliki performa lebih baik ialah perusahaan *sharia-compliant*. Untuk melihat ringkasan performanya dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 4.10: **Tabel Ringkasan *Jensen's Alpha***

Jensen's Alpha	Nilai	*Outperformed*	*Underperformed*
Perusahaan *Sharia-compliant*	-1,76%	15	17
		47%	53%
Perusahaan *Non-sharia Compliant*	-2,5%	5	8
		38%	62%
Rata-rata Keseluruhan Perusahaan	-1,98%		

Sumber: Data Diolah

Dilihat dari tabel ringkasan di atas, dapat disimpulkan bahwa terdapat perbedaan performa dari pengukuran *Jensen's Alpha* antara perusahaan *sharia-compliant* dan *non-sharia compliant.* Angka *Jensen's Alpha* perusahaan *sharia-compliant* lebih besar dibandingkan dengan *non-sharia compliant* yang berarti performa perusahaan *sharia-compliant* lebih baik dibandingkan dengan perusahaan *non-sharia compliant.* Dapat dilihat pula bahwa dari total 45 perusahaan, rasio jumlah perusahaan *sharia-compliant* yang *outperformed* (berkinerja mengungguli perusahaan lainnya) lebih banyak dibandingkan perusahaan yang *underperformed.* Sedangkan untuk perusahaan *non-sharia compliant,* rasio jumlah perusahaannya yang *outperformed* lebih sedikit dibandingkan

underperformed bahkan jumlah perusahaan dengan kategori *underperformed* berjumlah hampir sebanyak 2x lipat dibandingkan dengan yang *outperformed.*

Klasifikasi perusahaan yang *outperformed* dengan yang *underperformed,* diklasifikasikan berdasarkan dari nilai Z-Score yang didapat dari hasil penelitian. Jika nilai Z-Score yang didapat berupa negatif, mengindikasikan bahwa nilai *Jensen's Alpha* yang didapat lebih kecil dibandingkan rata-rata dari 45 perusahaan lainnya, sedangkan jika nilai Z-Score berupa positif, maka nilai *Jensen's Alpha* yang didapat, lebih tinggi dibandingkan rata-rata dari 45 perusahaan lainnya.

Setelah mengetahui performa berdasarkan statistika deskriptif agar hasil perbandingan yang dilakukan lebih objektif, maka perlu dilakukan uji t bertujuan untuk mengetahui apakah hasil perbedaan yang didapat dari hasil pengukuran *Jensen's Alpha* bermakna secara statistik inferensi. Berikut merupakan hasil dari *independent t-test*:

Tabel 4.11: **Tabel Hasil Uji T dari Performa *Jensen's Alpha***

		t-test for Equality of Means				
		t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Diffrence
Jensen's Alpha	Equal variances assumed	.209	43	.835	.00742805	.03551492
	Equal variances not assumed	.205	21.426	.839	.00742805	.03620852

Sumber: Data Diolah

Berdasarkan hasil uji t independen, nilai signifikansi yang didapat ialah 0,835 > 0,05 yang berarti menerima H_{01} dan menolak H_1. Oleh sebab itu, tidak ada perbedaan performa yang bermakna antara perusahaan *sharia compliant* dengan *non-sharia compliant*. Dengan demikian, pengukuran performa dengan menggunakan *Jensen's Alpha* terdapat perbedaan dan yang berkinerja lebih baik ialah *sharia-compliant* jika berdasarkan statistika deskriptif. Sedangkan jika dilihat dengan statistika inferensi, tidak terdapat perbedaan signifikan antara *sharia-compliant* dengan *non-sharia compliant.*

4.4.2. Hasil Uji Perbedaan Performa Berdasarkan Pengukuran *Treynor Ratio*

Berikut merupakan pengukuran performa perusahaan *sharia-compliant* dan *non-sharia compliant* secara statistika deskriptif:

Tabel 4.12: **Tabel Ringkasan *Treynor Ratio***

Treynor Ratio	Nilai	*Outperformed*	*Underperformed*
Perusahaan *Sharia-compliant*	-10,38%	16	16
		50%	50%
Perusahaan *Non-sharia Compliant*	-28,81%	7	6
		54%	46%
Rata-rata Keseluruhan Perusahaan	-9,96%		

Sumber: Data Diolah

Dilihat dari tabel ringkasan di atas, dapat disimpulkan bahwa terdapat perbedaan performa dari pengukuran *Treynor Ratio* antara

perusahaan *sharia-compliant* dan *non-sharia compliant.* Secara presentase jumlah perusahaan yang *outperformed* (berkinerja baik), perusahaan *non-sharia compliant* lebih besar dibandingkan *sharia-compliant.* Namun, nilai *Treynor Ratio* perusahaan *sharia-compliant* lebih besar dibandingkan dengan *non-sharia compliant* yang berarti performa perusahaan *sharia-compliant* lebih baik dibandingkan dengan perusahaan *non-sharia compliant.*

Sebagaimana seperti pada uji perbedaan *Jensen's Alpha,* diperlukan untuk menganalisis secara statistik inferensi agar penelitian lebih objektif. Disebabkan oleh tidak lolosnya variabel pengukuran performa dengan *Treynor Ratio* dari uji normalitas, maka uji hipotesis yang dilakukan ialah uji non-parametrik dengan menggunakan *Mann-Whitney U Test.* Berikut hasil uji beda dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 4.13: **Tabel Hasil Uji Mann-Whitney dari Performa *Treynor Ratio***

Mann-Whitney U	204.000
Wilcoxon W	732.000
Z	-.100
Asymp. Sig. (2-tailed)	.920

Sumber: Data Diolah

Dari hasil tabel di atas, dapat dilihat bahwa nilai Sig. (2-tailed) = 0,920 > 0,05 yang berarti menerima H_{02} dan menolak H_2. Oleh sebab itu, tidak ada perbedaan performa secara signifikan antara *sharia-compliant* dengan *non-sharia compliant.* Dari hasil perbandingan berdasarkan statistika deskriptif dan inferen, disimpulkan bahwa terdapat perbedaan antara 2 jenis perusahaan dan yang berkinerja lebih baik ialah *sharia-*

compliant jika dilihat secara deskriptif saja. Sedangkan jika dilihat secara inferen, tidak terdapat perbedaan yang signifikan.

4.4.3. Hasil Uji Perbedaan Performa Berdasarkan Pengukuran *Sharpe Index*

Berikut merupakan pengukuran performa perusahaan *sharia-compliant* dan *non-sharia compliant* secara statistika deskriptif:

Tabel 4.14: **Tabel Ringkasan *Sharpe Index***

Treynor Ratio	Nilai	*Outperformed*	*Underperformed*
Perusahaan *Sharia-compliant*	-5,96%	17	15
		53%	47%
Perusahaan *Non-sharia Compliant*	-16,56%	5	8
		38%	62%
Rata-rata Keseluruhan Perusahaan	-6,18%		

Sumber: Data Diolah

Dilihat dari tabel ringkasan di atas, dapat disimpulkan bahwa terdapat perbedaan performa dari pengukuran *Sharpe Index* antara perusahaan *sharia-compliant* dan *non-sharia compliant*. Angka *Sharpe Index* perusahaan *sharia-compliant* lebih besar dibandingkan dengan *non-sharia compliant* yang berarti performa perusahaan *sharia-compliant* lebih baik dibandingkan dengan perusahaan *non-sharia compliant.*

Untuk menguji hasil analisis yang lebih objektif, dilakukan uji hipotesis menggunakan uji parametrik sebab pada variabel pengukuran

Sharpe Index telah lolos pada uji normalitas dan homogenitas. Uji parametrik yang digunakan ialah *Independent T-test.*

Tabel 4.15: **Tabel Hasil Uji T dari Performa *Sharpe Index***

		t-test for Equality of Means				
		t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Diffrence
Sharpe Index	Equal variances assumed	.085	43	.933	.00761359	.08995734
	Equal variances not assumed	.073	16.992	.943	.00761359	.10446328

Sumber: Data Diolah

Setelah melakukan uji t, dapat dilihat bahwa nilai signifikansinya ialah Sig. (2-tailed) = 0,933 > 0,05 yang berarti menerima H_{03} dan menolak H_3. Oleh sebab itu, tidak adanya perbedaan yang signifikan antara performa perusahaan *sharia-compliant* dengan *non-sharia compliant.* Dengan demikian, melihat perbandingan berdasarkan statistika deskriptif dan infenren, disimpulkan bahwa terdapat perbedaan antara 2 jenis perusahaan dan yang berkinerja lebih baik ialah *sharia-compliant* jika dilihat secara deskriptif saja. Sedangkan jika dilihat secara inferen, tidak terdapat perbedaan yang signifikan.

4.5. Pembahasan

4.5.1. Perbandingan Performa Berdasarkan *Jensen's Alpha*

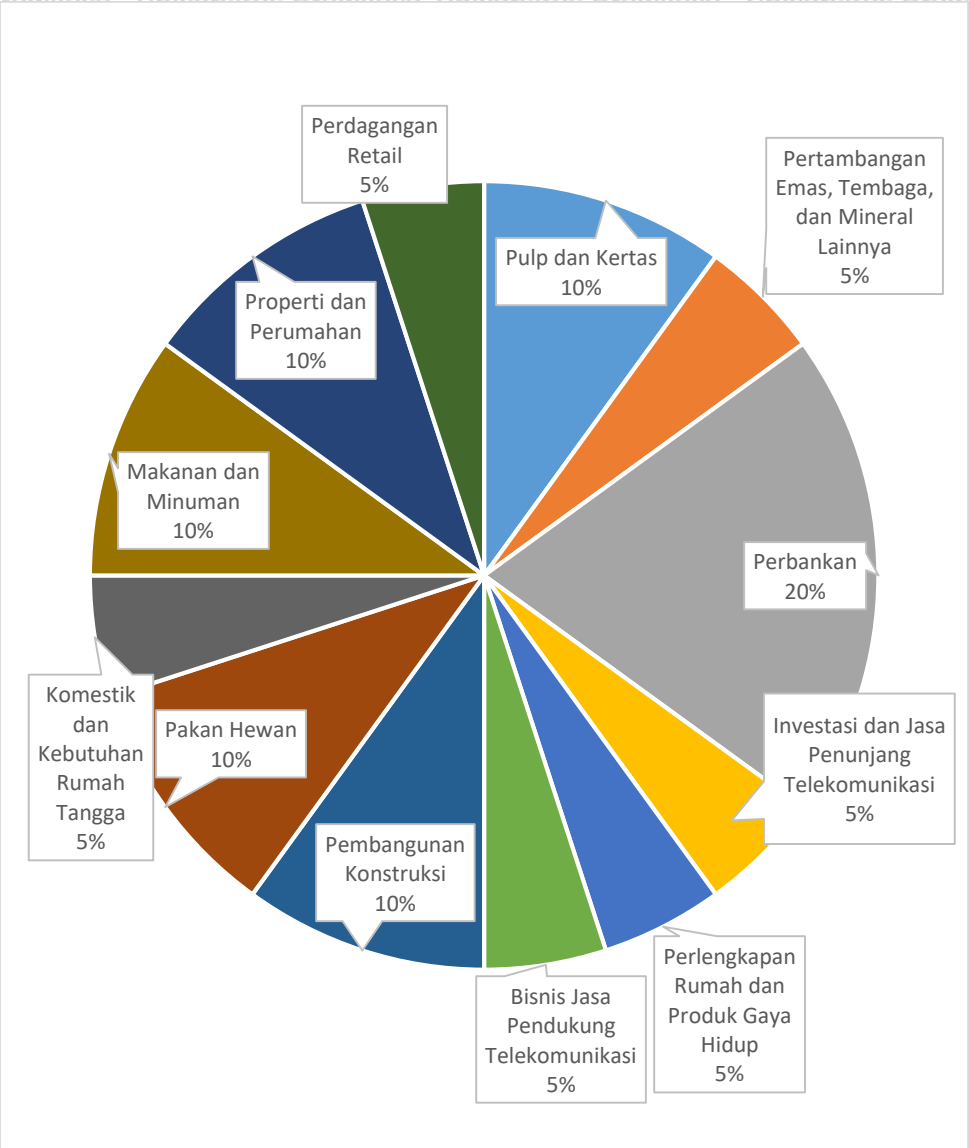
Secara statistika deskriptif terlampir pada Tabel 4.5: **Peringkat Kinerja Saham Berdasarkan *Jensen's Alpha*** bahwa perusahaan *sharia-*

compliant memiliki performa lebih baik dibandingkan performa perusahaan *non-sharia compliant.* 3 perusahaan dengan tingkat performa terbaik ialah perusahaan *sharia-compliant* semua yaitu INKP (PT Indah Kiat Pulp & Paper) sebagai peringkat pertama dengan *Jensen's Alpha* sebesar 21%, MDKA (PT Merdeka Copper Gold) sebesar 18%, kemudian TKIM (PT Pabrik Kertas Tjiwi Kimia) sebesar 17%.

3 perusahaan yang menempati peringkat tertinggi ini menjalankan jenis usahanya yaitu pulp dan kertas (INKP dan TKIM) serta pertambangan emas, tembaga, dan mineral lainnya (MDKA). Perusahaan pulp dan kertas bisa menjadi perusahaan dengan tingkat performa tertinggi disebabkan besarnya jumlah produksi pulp dan kertas dalam taraf internasional. Disebutkan bahwa Indonesia merupakan produsen pulp (bubur kertas) terbesar ke-10 di dunia dan untuk produsen kertas terbesar ke-6 di dunia. Kapasitas jumlah produksi kertas mencapai hingga 16 juta ton per tahun sementara pulp sebesar 11 juta ton per tahunnya dan terus tumbuh nilai ekspornya sebanyak 15,15% secara tahunannya (Rini, 2019). Dengan besarnya nilai produksinya bahkan hingga tingkat ekspornya, perusahaan produsen pulp dan kertas banyak peminat dari pembeli saham sebab dianggap perusahaan prospeknya masih baik untuk mendapatkan profit.

Begitu pula pada MDKA sebagai perusahaan pertambangan emas dan mineral lainnya menempati 3 peringkat tertinggi disebabkan oleh banyaknya *pipeline* proyek eksplorasi pertambangan yang kuat (Dirgantara, 2021). Dengan proyek eksplorasi yang kuat, dan harga tembaga selama 5 tahun terakhir cenderung meningkat sebanyak 3%, MDKA dapat memproduksi tembaga dan mineral lainnya dengan banyak dan efisien (Ulfah, 2021).

Gambar 4.2: **Jenis Usaha pada Perusahaan yang *Outperformed* Berdasarkan *Jensen's Alpha***



Sumber: Data Diolah

Melihat dari tabel Tabel 4.10: **Tabel Ringkasan *Jensen's Alpha***, perusahaan dengan klasifikasi *outperformed* atau berkinerja lebih baik dibandingkan perusahaan lainnya terdapat 22 perusahaan dan sisanya 23 merupakan perusahaan dengan kinerja tidak lebih baik dibanding yang lainnya. Berdasarkan jenis usahanya, sebagaimana yang dapat dilihat pada gambar di bawah, perbankan merupakan jenis usaha yang terbanyak

yang masuk dalam kategori berkinerja baik. Hal ini disebabkan oleh pentingnya peran perbankan dalam perekonomian sebagai penyalur dana kepada masyarakat. Penyaluran dana banyak diberikan dalam bentuk kredit dan cenderung besar nilainya. Tercatat penyaluran dana kepada pihak ketiga oleh perbankan umum di Indonesia tahun 2020 mencapai 5.547 triliun rupiah setara dengan sepertiga dari PDB Indonesia 2020 sebesar 15.432 triliun rupiah (OJK, Statistik Perbankan Indonesia OJK, 2020). Dengan banyaknya penyaluran dana, maka pendapatan bunga yang didapatkan oleh perbankan umum cenderung tinggi meskipun terhambat pula oleh kredit macet. Oleh sebab itu, kinerja perbankan umum sangat baik, dan dinilai baik prospeknya ke depan oleh masyarakat, sehingga peminat investor terhadap saham perbankan pun tinggi.

Baiknya kinerja perusahaan *sharia-compliant* dibandingkan dengan *non-sharia compliant* yang didapat dari hasil penelitian ini serupa dengan hasil yang dilakukan oleh Agussalim, dkk (2017), serta Aminatus dan Nadia (2017) yang menyatakan bahwa kinerja *sharia-compliant* yang lebih baik dengan pengukuran *Jensen's Alpha* dan pengukuran lainnya. Meskipun berbeda dari segi sampel yang digunakan, dengan mengukur kinerja berdasarkan dari indeks saham keseluruhan (ISSI VS IHSG) tanpa memisah kategori syariah dan non-syariah, terdapat kesamaan lainnya ialah pernyataan baiknya kinerja perusahaan *sharia-compliant* didasarkan oleh hasil pengolahan statistika secara deskriptif saja.

Berbeda dengan hasil yang didapat oleh Mohamed dan Rubi (2008) secara deskriptif dengan pengukuran mean serta varians, performa indeks saham syariah berkinerja lebih buruk dibandingkan dengan non-syari'ah. Hal ini disebabkan oleh sampel yang digunakan ialah indeks KLSI (Indeks

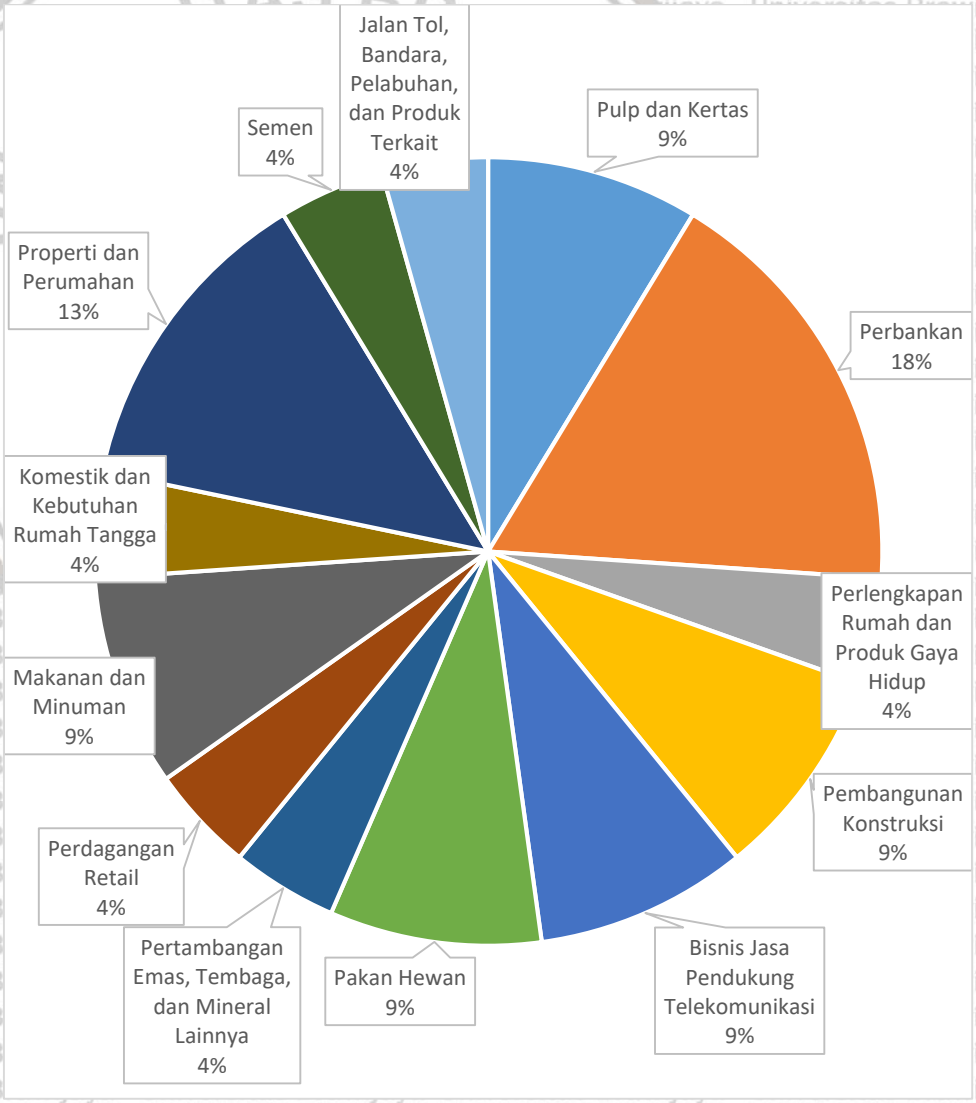
saham syariah Malaysia) dan KLCI (Indeks pasar keseluruhan saham Malaysia) pada tahun 1999 – 2005. Perbedaan pertama dapat dilihat bahwa perbandingan dinilai dari keseluruhan indeks saham syariah dan indeks saham pasar sehingga saham non-syariah juga termasuk dalam pengukurannya (tidak terpisah). Kemudian pada tahun 1999 merupakan masih awalnya perekonomian Malaysia bergerak pulih kembali setelah inflasi tinggi akibat perencanaan perekonomian dengan menitikberatkan industri pada tahun 1988 – 1998 dan mencapai titik puncaknya pada tahun 1998. Malaysia bangkit dari keterpurukannya bukan berdasarkan dari suntikan dana IMF (*International Monetary Fund*) akan tetapi menarik semua aset pengusaha Malaysia di luar negeri ke dalam negerinya. Hal ini mengakibatkan pasar modal bergerak pelan, sebab pertumbuhan ekonomi didorong oleh aset pengusaha negerinya (Albaity & Ahmad, 2008).

Secara statistika inferensi merujuk pada Tabel 4.*11*: **Tabel Hasil Uji T dari Performa Jensen's Alpha** tidak terdapat perbedaan bermakna antara performa perusahaan *sharia-compliant* dengan *non-sharia compliant.* Oleh sebab itu, meskipun berdasarkan penjelasan baiknya kinerja *sharia-compliant,* secara inferen tidak ada maknanya yang bisa disebabkan oleh berbedanya rasio antar jumlah sampel antara perusahaan syariah dan non-syariah. Hasil dari uji hipotesis ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Septi (2013), meskipun secara deskriptif dengan pengukuran *Jensen's Alpha* saham syariah berkinerja lebih baik (JII lebih baik dibandingkan LQ45), jika diuji dengan menggunakan uji t, hasil uji menyatakan bahwa tidak terdapat perbedaan secara signifikan antar kedua performanya.

4.5.2. Perbandingan Performa Berdasarkan *Treynor Ratio*

Melihat dari Tabel 4.6: **Peringkat Kinerja Saham Berdasarkan *Treynor Ratio***, secara deskriptif dapat dilihat bahwa perusahaan yang menempati peringkat 3 tertinggi semuanya berupa perusahaan *sharia-compliant* yang ditempati oleh INKP (PT Indah Kiat Pulp & Paper) di peringkat pertama, TKIM (PT Pabrik Kertas Tjiwi Kimia) pada peringkat kedua, serta MDKA (PT Merdeka Copper Gold) menempati peringkat yang ketiga. Ketiga perusahaan ini masih sama dengan 3 perusahaan yang menempati peringkat tertinggi pada pengukuran *Jensen's Alpha.*

Gambar 4.3: **Jenis Usaha pada Perusahaan yang *Outperformed* Berdasarkan *Treynor Ratio***



Sumber: Data Diolah

Jenis usaha yang dilakukan ialah produksi pulp dan kertas (INKP dan TKIM) dan bidang pertambangan logam (MDKA). Alasan 3 perusahaan ini dapat menempati 3 peringkat tertinggi ialah banyaknya permintaan dari produk jenis usaha yang dilakukannya, sehingga tingkat produksi dari 3 perusahaan ini besar. Dengan demikian ketiga perusahaan ini dianggap baik dan memiliki prospek yang terus baik ke depannya, sehingga menarik minat investor untuk membeli saham dari 3 perusahaan tersebut.

Perbankan merupakan jenis usaha terbanyak yang berkinerja baik berdasarkan pengukuran kinerja *Treynor Ratio* sama dengan pengukuran sebelumnya yaitu *Jensen's Alpha.* Sebanyak 18% dengan jumlah 4 perbankan yaitu BCA (Bank Central Asia), BNI (Bank Negara Indonesia), BTN (Bank Tabungan Negara) dan Bank Mandiri berkinerja baik pada pengukuran ini. Hal ini terjadi disebabkan oleh hal yang serupa pada pembahasan sebelumnya yaitu besarnya penyaluran dana dalam bentuk pinjaman kepada masyarakat oleh perbankan, bahkan tercatat mencapai 1/3 dari PDB Indonesia. Dan keempat bank yang masuk dalam kriteria *outperformed* perusahaan lainnya ialah bank yang memiliki aset terbesar dalam kurun waktu sampel penelitian ini (9 tahun) (OJK, Statistik Perbankan Indonesia OJK, 2020). Dengan demikian, keempat perbankan umum inilah yang memiliki kontribusi besar dalam penyaluran dana kepada masyarakat sehingga mendapatkan keuntungan berupa bunga ataupun imbal hasil yang besar.

Agussalim, dkk (2017) dalam penelitiannya menjelaskan bahwa instrumen investasi syariah berkinerja lebih baik dibandingkan dengan non-syariah dengan pengukuran *Treynor Ratio* dan *Jensens's Alpha.* Namun

instrumen yang digunakan pada penelitian ini ialah reksa dana, dan di antara instrumen investasi bagi pembeli reksa dana ialah saham. Kemudian sebagaimana sebelumnya pada pembahasan perbandingan performa dengan *Jensen's Alpha* Aminatus dan Nadia (2017) menyatakan bahwa kinerja *sharia-compliant* yang lebih baik dengan pengukuran *Jensen's Alpha* dan pengukuran lainnya. Hasil penelitiannya menyatakan bahwa ISSI lebih baik kinerjanya dibandingkan indeks pasar. Baiknya kinerja instrumen investasi syariah dibandingkan non-syariah pada hasil 2 penelitian ini juga sama hanya dengan mengukur secara deskriptif saja tidak secara inferen.

Secara statistika inferen, merujuk pada Tabel 4.*13*: **Tabel Hasil Uji Mann-Whitney dari Performa Treynor Ratio** hasil dari ujinya menyatakan bahwa meskipun secara statistika deskriptif terdapaat perbedaan performa, namun perbedaan tersebut tidaklah signifikan. Penelitian ini juga serupa seperti yang dilakukan oleh Septi (2013) dengan meskipun secara deskriptif terdapat perbedaan performa, setelah dilakukan uji t, tidak ada perbedaan performa secara signifikan.

4.5.3. Perbandingan Performa Berdasarkan *Sharpe Index*

Berbeda dengan pengukuran *Jensen's Alpha* dan *Treynor Ratio* dari segi pengukuran risiko yang digunakan, *Jensen's Alpha* dan *Treynor Ratio* menggunakan risiko sistematis (beta) sedangkan *Sharpe Index* menggunakan standar deviasi dari risiko total. Dengan adanya perbedaan pengukuran ini, secara statistika deskriptif merujuk pada Tabel 4.7: **Peringkat Kinerja Saham Berdasarkan *Sharpe Index*** yang menempati 3 peringkat paling tinggi ditempati oleh 2 perusahaan *non-sharia compliant.* BBCA (PT Bank Central Asia) menempati peringkat pertama dengan nilai

62%, dan TOWR (PT Sarana Menara Nusantara) yang menempati peringkat ketiga dengan nilai 38%, sedangkan yang menempati peringkat kedua ialah perusahaan *sharia-compliant* yaitu MDKA (PT Merdeka Copper Gold) dengan nilai 49%.

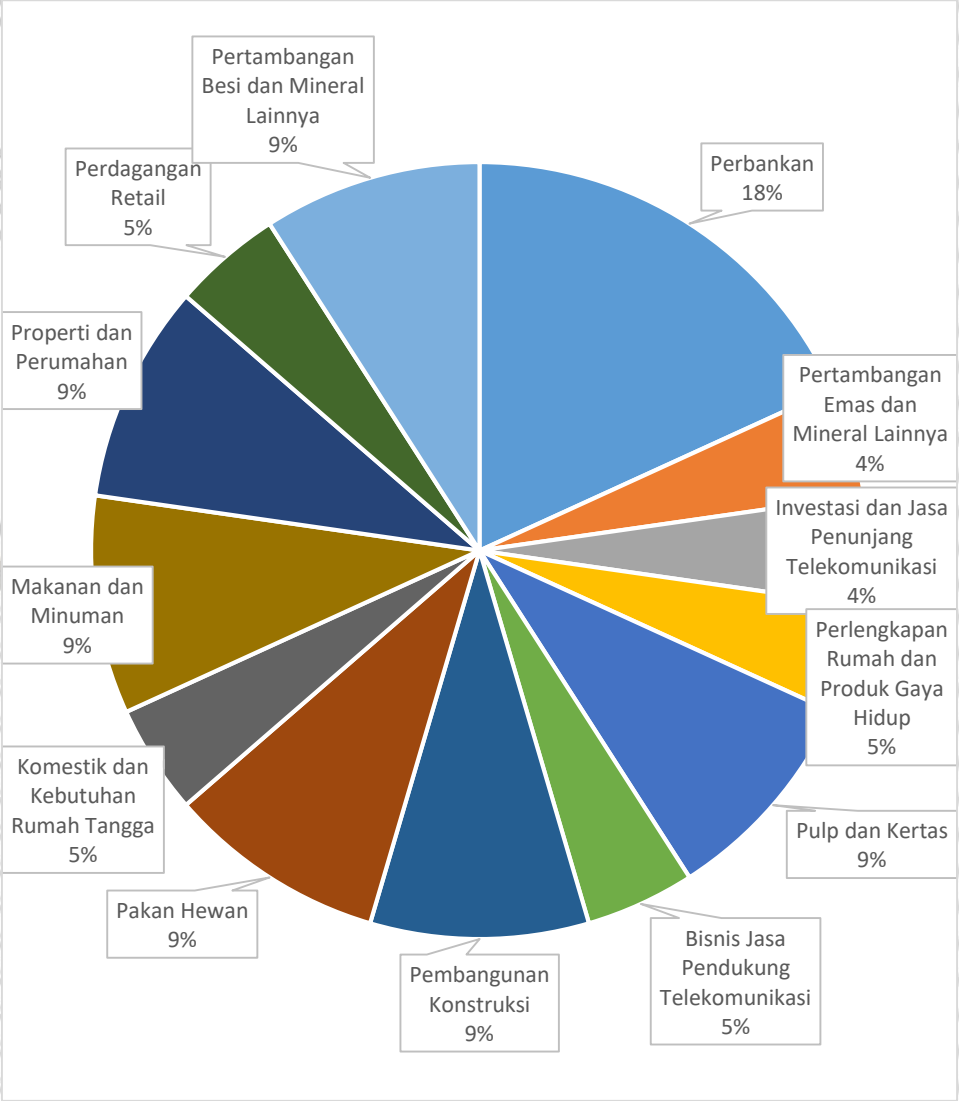
Jenis usaha yang dilakukan oleh 3 perusahaan di atas ialah perbankan (BBCA), pertambangan logam (MDKA) dan bisnis pada bidang jasa penunjang telekomunikasi (TOWR). BBCA (PT Bank Central Asia) pada pengukuran ini dapat menempati peringkat tertinggi secara fundamental disebabkan tingginya pendapatan dan aset yang didapat. Per Maret 2020, portofolio kredit bank tumbuh hingga 12,3% YoY (*Year on Year*) mencapai 612 triliun rupiah. Realisasi kredit yang diberikan juga berkinerja baik, mencapai 568,5 triliun rupiah dengan artian lain kredit macet pada BCA tidaklah besar (BCA, 2020).

Kemudian untuk MDKA (PT Merdeka Copper Gold) dapat berkinerja baik disebabkan prospek pada usaha yang dilakukannya ternilai baik. Pada tahun 2019, Tambang Tujuh Bukit menghasilkan sebanyak 223.042 ons emas, meningkat dari 167.506 ons emas pada tahun 2018. Banyaknya produksi yang dilakukan, dan harga emas yang cenderung meningkat walaupun rendah, menyebabkan keuntungan yang didapatkan oleh MDKA cenderung besar. Tercatat aset MDKA selama semester I 2020, ialah sebesar US$ 941 Juta (MDKA, 2020).

TOWR (PT Sarana Menara Nusantara) termasuk dalam peringkat tertinggi secara fundamentalnya disebabkan TOWR merupakan penyedia menara telekomunikasi terbesar di Indonesia. Jumlah menara telekomunikasi yang dimiliki mencapai lebih dari 20 ribu yang disewakan kepada operator besar di Indonesia sepeti Telkomsel, XL Axiata, Indosat

dan PT Hutchison 3 Indonesia. Sekitar 52% menara perusahaan berlokasi pada pulau Jawa yang sangat strategis (Fitri, 2020). Seiring berkembangnya zaman, teknologi sangat dibutuhkan. Dengan demikian kebutuhan terhadap jaringan seluler maupun internet semakin tinggi kebutuhannya. Banyaknya permintaan akan hal ini menyebakan profit TOWR mengalami peningkatan yang tinggi. Sejak 2012 *revenue* yang didapat bernilai 2,3 triliun rupiah, pada tahun 2020 menjadi 7,4 triliun rupiah (TOWR, 2020).

Gambar 4.4: **Jenis Usaha pada Perusahaan yang *Outperformed* Berdasarkan *Sharpe Index***



Sumber: Data Diolah

Seperti pada 2 pengukuran performa sebelumnya (*Jensen's Alpha* dan *Treynor Ratio*) perbankan ialah jenis usaha terbanyak yang menduduki posisi perusahaan dengan kategori *outperformed.* Namun yang menjadi perbedaan ialah perusahaannya yang berbeda. Terdapat 4 perbankan yaitu sama seperti 3 perbankan pada hasil pengukuran sebelumnya kecuali BTPS (PT Bank Tabungan Pensiunan Nasional Syariah). Bank Mandiri yang sebelumnya menempati kategori perusahaan *outperformed* pada pengukuran sebelumnya, pada pengukuran *Sharpe Index* menempati posisi perusahaan yang *underperformed* (berkinerja di bawah rata-rata perusahaan lainnya).

Hasil penelitian secara deskriptif ini serupa dengan yang dinyatakan oleh Aminatus dan Nadian (2017) dalam penelitiannya yaitu kinerja saham syariah lebih baik dibandingkan dengan indeks pasar. Meskipun terdapat perbedaan dengan penelitian skripsi ini dari segi pemisahan emiten yang syariah dan non-syariah, namun dengan pengukuran *Sharpe Index* menyatakan bahwa perusahaan syariah berkinerja lebih baik.

Agussalim, dkk (2017) menjelaskan dalam penelitiannya bahwa kinerja reksa dana syariah dengan pengukuran *Sharpe Index* berkinerja lebih rendah dibandingkan non-syariah berbeda dengan hasil pengukuran *Jensen's Alpha* dan *Treynor Ratio.* Hasil penelitian ini berbeda dengan hasil dari skripsi ini. Hal ini disebabkan oleh sampel yang digunakan ialah dengan menggunakan reksa dana yang berarti termasuk dalam instrumen investasinya ialah obligasi, saham, dan berbagai instrumen lainnya. Sedangkan pada penelitian ini hanya dengan menggunakan saham saja.

Oleh sebab itu, perbandingan yang dilakukan berbeda dengan penelitian skripsi ini.

Sebaliknya, dengan menggunakan uji F dalam uji hipotesisnya, Agussalim, dkk (2017) menyatakan bahwa tidak ada perbedaan performa secara signifikan baik dengan pengukuran *Jensen's Alpha, Treynor Ratio,* maupun *Sharpe Index.* Hal ini serupa dengan hasil penelitian skripsi ini merujuk pada Tabel 4.15: **Tabel Hasil Uji T dari Performa *Sharpe Index*** yang menjelaskan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara perusahaan *sharia-compliant* dengan *non-sharia compliant*. Begitu pula pada hasil penelitian yang dilakukan oleh Septi (2013) secara deskriptif terdapat perbedaan performa, namun jika dilakukan uji dengan statistika inferen maka tidak ada perbedaan performa secara signifikan.

repository.ub.ac.id
UNIVERSITAS BRAWIJAYA

BAB V

PENUTUP

5.1. Kesimpulan

Secara statistika deskriptif berdasarkan pengukuran performa dengan *Jensen's Alpha, Treynor Ratio,* dan *Sharpe Index,* perusahaan *sharia-compliant* memiliki performa yang lebih unggul dibandingkan dengan perusahaan *non-sharia compliant.* Berdasarkan jumlah perusahaan yang termasuk kategori *outperformed,* dalam setiap pengukuran performa, *sharia-compliant* lebih berkinerja baik kecuali pada pengukuran *Sharpe Index.* Namun jika secara nilai keuntungan yang didapat, dalam setiap pengukuran *risk adjusted performance,* perusahaan *sharia-compliant* berkinerja lebih baik.

Pada pengukuran *Jensen's Alpha* dan *Treynor Ratio,* INKP (PT. Indah Kiat Pulp & Paper Tbk), TKIM (PT. Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk), dan MDKA (PT. Merdeka Copper Gold Tbk) ialah perusahaan yang menempati 3 peringkat tertinggi. Semua perusahaan tersebut ialah perusahaan yang *sharia-compliant.* Sebab besarnya prospek usaha yang dilakukan dari 3 perusahaan tersebut, menjadikan tingkat produksinya besar, sehingga menarik investor untuk berinvestasi pada 3 perusahaan tersebut. Oleh sebab itu, performa INKP, TKIM, serta MDKA dapat menjadi peringkat tertinggi.

Berbeda dengan pengukuran *Jensen's Alpha* dan *Treynor Ratio,* hasil dari *Sharpe Index* menyatakan hasil yang berbeda. MDKA masih menempati 3 peringkat tertinggi, akad tetapi 2 perusahaan lainnya ialah BBCA (PT. Bank Central Asia Tbk) dan TOWR (PT. Sarana Menara Nusantara Tbk) yang bukan merupakan perusahaan *sharia-compliant.* Hal ini disebabkan oleh pengukuran sistem risiko yang berbeda dengan *Jensen's Alpha* dan *Treynor Ratio,* namun secara keseluruhan, ketiga pengukuran ini memiliki hasil yang cenderung sama.

BBCA dengan jenis usaha yang dilakukannya yaitu perbankan dan TOWR yaitu sarana telekomunikasi, prospek kinerjanya sangatlah besar di Indonesia, sebab perbankan sebagai penyalur dana kepada masyarakat yang sangat besar, dan kebutuhan jaringan yang seiring dengan perkembangan teknologi, menyebabkan keuntungan 2 perusahaan tersebut sangatlah baik.

Berdasarkan jenis usahanya, perbankan merupakan jenis usaha yang mendominasi kategori perusahaan *outperformed* untuk semua pengukuran *risk adjusted performance.* Sebab perannya penting perbankan dalam pergerakan ekonomi negara sebagai penyalur dana dengan pinjaman, tercatat pada tahun 2020, dana pinjaman dari perbankan umum mencapai 1/3 dari PDB Indonesia. Hal ini menjadikan tingginya keuntungan berupa bunga maupun bagi hasil yang didapatkan oleh perbankan, dengan demikian performa perbankan mendominasi kategori perusahaan yang berkinerja baik.

Dari hasil statistika deskriptif, kemudian diuji hipotesis dengan statistika inferen, tidak ada perbedaan yang signifikan antara performa perusahaan *sharia-compliant* dan *non-sharia-compliant* dengan semua pengukuran *risk adjusted performance.* Dengan demikian dapat disimpulkan secara deskriptif perusahaan *sharia-compliant* berkinerja lebih baik, namun secara inferen tidak terdapat perbedaan yang signifikan.

5.2. Saran

Setelah mengungkap bagaimana perbandingan kinerja perusahaan *sharia-compliant* dengan perusahaan *non-sharia compliant,* meskipun dengan adanya kekurangan pada penelitian ini, peneliti mencoba untuk mencetuskan beberapa saran untuk beberapa pihak:

1) Bagi Lembaga Regulator Pasar Modal

Lebih memberikan perhatian kepada saham-saham syariah agar regulasinya lebih baik lagi serta peningkatannya menjadi semakin baik. Dan meningkatkan pengawasan terhadap berjalannya proses dari perusahaan-perusahaan yang menerbitkan saham syariah.

2) Bagi Perusahaan

Khususnya bagi perusahaan yang menerbitkan saham syariah, untuk tetap mempertahankan kinerjanya masing-masing demi kepentingan pemegang saham dan keberlangsungan perusahaannya. Bagi perusahaan yang ingin menerbitkan saham dianjurkan untuk menerbitkan sahamnya dalam saham syariah, setelah melihat dari hasil penelitian yang menyatakan lebih baik dibandingkan yang non-syariah.

3) Bagi Calon Investor

Bisa lebih memerhatikan kembali bagaimana profil masing-masing calon investor dan disesuaikan dengan performa dari masing-masing perusahaan yang sudah diungkap dalam penelitian ini

4) Bagi Peneliti Selanjutnya

Bisa menambahkan bagaimana performanya berdasarkan jangka panjang maupun jangka pendek agar mendapatkan hasil yang lebih komprehensif atau dapat diuji ketahanan dari setiap pengukuran performa dengan uji *robustness* (ketahanan) menggunakan uji regresi.

DAFTAR PUSTAKA

Agussalim, M., Limakrisna, N., & Ali, H. (2017). Mutual Funds Performance: Conventional and Sharia Product. *International Journal of Economics and Financial Issues*.

Albaity, M., & Ahmad, R. (2008). Performance of Syariah and Composite. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*.

BCA. (2020). *Laporan Tahunan BCA 2020.* P.T Bank Central Asia.

Bin, M. D., Hakeim, M. H., & Sulaiha, A. H. (2008). Performance of Shariah Compliance Companies in the Plantation Industry. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*.

Dirgantara, H. (2021, Februari 02). *Harga emas masih berpotensi naik, begini rekomendasi saham Merdeka Copper (MDKA)*. Retrieved from Kontan.co.id: https://investasi.kontan.co.id/news/harga-emas-masih-berpotensi-naik-begini-rekomendasi-saham-merdeka-copper-mdka

Dowdy, S., Wearden, S., & Chilko, D. (2011). *Statistics for research.* John Wiley & Sons.

Farooq, O. (2016). Performance of Shariah-compliant Firms and Non-shariah-compliant Firms in. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*.

Fitri, A. (2020, Mei 6). *Si Raja Menara Telekomunikasi Masih Akan Akuisisi Tower Lagi*. Retrieved from Kontan.co.id: https://industri.kontan.co.id/news/si-raja-menara-telekomunikasi-masih-akan-akuisisi-tower-lagi

Ghozie, P. (2020). *Kesadaran Masyarakat Indonesia Terhadap Keuangan.* Jakarta: ZAP Finance.

Habib, A., & Huda, H. A. (2010). Portfolio Performance Evaluation: Investment Corporation of Bangladesh. *Journal of Economics and Sustainable Development*.

Hadinata, S. (2018). Tingkat Pengembalian (Return), Risiko, dan Koefisien Variasi pada. *AKTSAR*.

Hakim, S., & Rashidian, M. (2002). Risk & Return of Islamic Stock Market Indexes. *9th Economic Research Forum Annual Conference in Sharjah*.

Hartono, J. (2013). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi.* Yogyakarta: Gadjah Mada Press.

Hazny, M. H., Hasim, H. M., & Yusof, A. Y. (2017). Mathematical Modelling of a Shariah-Compliant Capital Asset Pricing Model. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*.

Jensen, M. C. (1967). The Performance Of Mutual Funds In The Period 1945 - 1964. *Journal of Finance*.

Jobson, J. D. (1981). Performance hypothesis testing with the Sharpe and Treynor measures. *Journal of Finance*.

KSEI. (2020). *Peran Strategis KSEI dalam Meningkatkan Stabilitas Pasar Modal.* Jakarta: Kustodian Sentral Efek Indonesia.

Manurung, H. (2019). Analisis Kinerja Portofolio Saham dengan Menggunakan Metode Sharpe, Jensen dan Treyno. *Journal of Business Studies*.

MDKA. (2020). *Laporan Keuangan Konsolidasian.* PT. Merdeka Copper Gold Tbk.

OJK. (2020). *Statistik Mingguan Pasar Modal (Desember, Minggu ke-5).* Jakarta: Otoritas Jasa Keuangan.

OJK. (2020). *Statistik Perbankan Indonesia OJK.* Jakarta: Otoritas Jasa Keuangan.

Omran, M. F. (2009). Examining the Effects of Islamic Beliefs on the Valuation of Financial Institutions in the United Arab Emirates. *Review of Middle East Economics and Finance*.

Pangestuti, I. R., Wahyudi, S., & Robiyanto, R. (2017). Performance Evaluation of Equity Mutual Funds in Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*.

Putra, M. P., Atahau, A. D., & Robiyanto. (2018). Cross-asset class portfolio between gold and stocks in Indonesia. *Economic Journal of Emerging Markets*.

Qur'anitasari, Nuzula, N. F., & Darmawan, A. (2019). Critical Analysis of Sharpe, Treynor and Jensen Methods In Analyzing Stock Portfolio Performance LQ-45 Stock Studies. *Asia-Pacific Management and Business Application*.

Raditya, A. N. (2012). Raditya, Amilia Nurul. "Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Tingkat Pengungkapan Islamic Social Reporting (ISR) pada Perusahaan yang Masuk Daftar Efek Syariah (DES). *Skripsi. Jakarta: Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia*.

Rahmawati, S. M. (2013). Studi Empirik Perbandingan Kinerja antara Jakarta Islamic Index (JII) dan Indeks LQ-45 di Bursa Efek Indonesia Pada Saat, Sebelum, dan Setelah Krisis Keuangan Global. *Twinning Program Studi Ilmu Ekonomi Studi Pembangunan Fakultas Ekonomi dan Bisnis dan Program Studi Syariah Fakultas Agama Islam Universitas Muhammadiyah Surakarta*.

Rini, A. S. (2019, Januari 27). *Industri pulp dan kertas Indonesia Masuk 10 Besar Dunia*. Retrieved from Bisnis.com: https://ekonomi.bisnis.com/read/20190127/257/882862/industri-pulp-dan-kertas-indonesia-masuk-10-besar-dunia

Rosly, S. A. (2005). *Critical Issues on Islamic Banking and Financial Markets.* Kuala Lumpur: Dinamas Publishing.

Sadwick, J. A., & Collazzo, P. (2020). Modern Portfolio Theory with Sharia: A Comparative Analysis. *Journal of Asset Management*.

Sharpe, W. F. (1994). The Sharpe Ratio. *The Journal of Portfolio Management*.

Sholihah, A., & Asandimitra, N. (2017). Perbandingan Kinerja Indeks Saham Syariah dengan Indeks Konvensional Periode 2011 - 2016 (Studi Kasus Pada ISSI dan IHSG). *Jurnal Ilmu Manajemen*.

Soemitra, D. A. (2017). *Bank & Lembaga Keuangan Syariah.* Depok: Prenada Media.

Steinbach, M. C. (2001). Markowitz Revisited: Mean-Variance Models in Financial Portfolio Analysis. *SIAM Review*.

Sugiyono. (2015). *Qualitative and quantitative research methods and R & D.* Bandung: Alfabeta.

Syafrida, I., Aminah, I., & Waluyo, B. (2014). Perbandingan Kinerja Instrumen Investasi. *Al-Iqtishad*.

TOWR. (2020). *Laporan Keuangan 2020.* PT. Sarana Menara Nusantara Tbk.

Treynor, J. L. (1961). Market Value, Time, and Risk. *Journal of Investmen Management*.

Ulfah, F. U. (2021, Februari 2). *Harga Tembaga Naik Daun, Merdeka Copper Gold (MDKA) Genjot Produksi*. Retrieved from Bisnis.com: https://market.bisnis.com/read/20210222/192/1359402/harga-tembaga-naik-daun-merdeka-copper-gold-mdka-genjot-produksi

Undang-Undang No. 8 tahun 1995 Tentang Pasar Modal. Indonesia: Republik Indonesia. 1995

Zakiah, S. (2017). Peran kepatuhan Syariah dalam memediasi Good Corporate Governance (GCG) terhadap kinerja keuangan pada bank umum Syariah. *Prosiding Seminar UII*.

Zulkafli, A. H., Ahmad, Z., & M., E. E. (2017). The Performance of Socially Responsible Investments in Indonesia: A Study of the Sri Kehati Index (SKI). *Gadjah Mada International Jounal of Business*.