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

JURNAL ILMIAH

Disusun oleh :

Aufan Ghifari
175020500111028

JURUSAN ILMU EKONOMI
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS BRAWIJAYA
MALANG
2021

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

Aufan Ghifari[1]
Fakultas Ekonomi dan Bisnis[#]
Email: aufan.ghifari@student.ub.ac.id

ABSTRAK

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.

A. PENDAHULUAN

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).

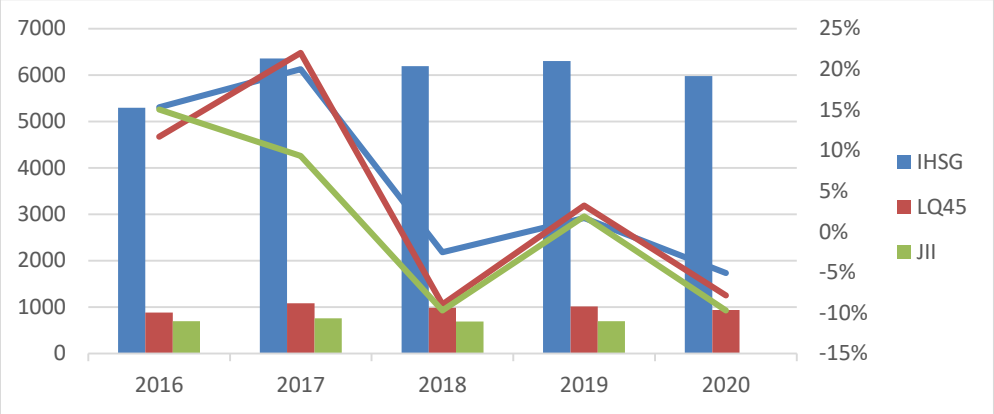
Sadarnya masyarakat Indonesia terhadap keuangan dapat dilihat pula dari data pertumbuhan jumlah Investor di Indonesia yang didapat dari Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) dari tahun 2017 hingga 2020, pertumbuhan jumlah investor di Indonesia cenderung naik dengan tinggi. KSEI merekam data jumlah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

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. 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 (OJK, 2020).

Gambar 1. Pertumbuhan Indeks Saham



Sumber: OJK Statistik Mingguan, 2020

Perbandingan performa pada grafik di atas, dihitung berdasarkan indeks saham tidak dipisah berdasarkan jenis yang syariah dan non-syariah. Seperti pada Indeks LQ45 yang merupakan 45 perusahaan dengan tingkat likuiditas tertinggi, termasuk di dalamnya perusahaan yang menerbitkan sahamnya dengan saham syariah dan non-syariah. Oleh sebab itu perhitungannya tidak akurat sebab masih tercampur dengan satu sama lain antar jenis sahamnya. Dengan demikian, penelitian ini disusun dengan tujuan untuk mengetahui bagaimana perbandingan performa perusahaan *sharia-compliant* (menerbitkan sahamnya dengan saham syariah) dan *non-sharia compliant* (menerbitkan sahamnya non-syariah).

B. KERANGKA TEORI

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.

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) (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.

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. 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).

RAP (*Risk Adjusted Performance*)

Pengukuran performa saham perusahaan yang tidak hanya mempertimbangkan *return* saja, namun denga mempertimbangkan nilai resiko juga (Hartono, 2013). RAP ini terbagi menjadi 3 jenis penghitungan:

1. ***Jensens's Alpha***
   Salah satu ukuran kinerja saham atau kinerja portofolio yang sangat memperhatikan *Capital Asset 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.
   JA = $R_P - R_R = \alpha_P + \beta_P(R_m - R_r)$ (1)
2. ***Treynor Ratio***
   Suatu ratio yang digunakan untuk mengukur kinerja portofolio atau reksadana yang memperhitungkan imbal hasil dan risiko sistematis (Hartono, 2013).
   T = $\frac{R_p - R_f}{\beta_p}$ (2)
3. ***Sharpe Index***
   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). Perbedaan dengan 2 pengukuran sebelumnya ialah penggunaan sistem risiko yang berbeda. *Sharpe Index* menggunakan sistem risiko tidak sistematik (Hartono, 2013).
   S = $\frac{R_p - R_f}{\sigma_p}$ (3)

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).

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). Di antara 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 risiko) 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).

Hipotesis Penelitian

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.

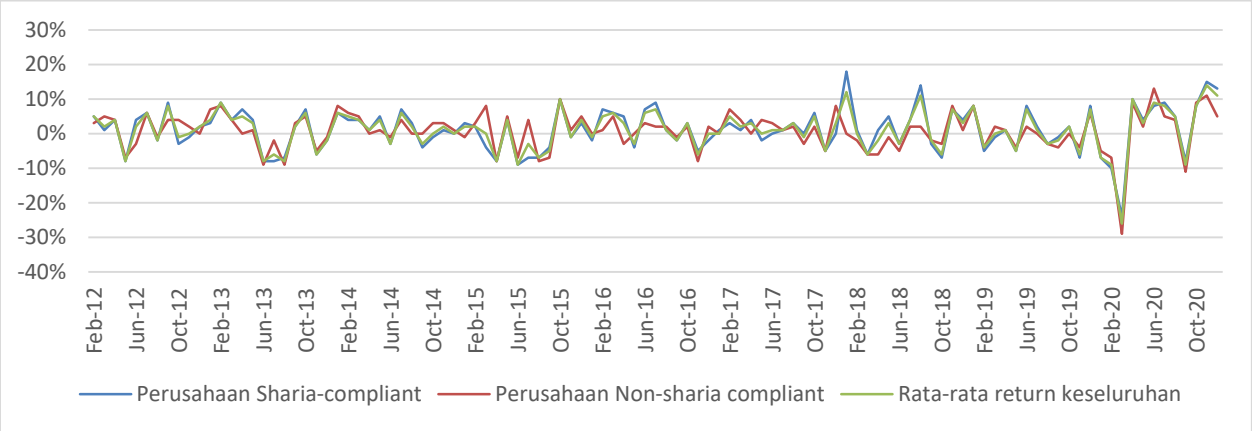
C. METODE PENELITIAN

Tujuan utama pada penelitian ini ialah untuk mengetahui bagaimana performa perusahaan *sharia-compliant* dan *non-sharia compliant* dari perusahaan yang termasuk dalam indeks LQ45 per-November 2020 mulai Januari 2012 – Desember 2020. Pengukuran performa dilakukan dengan menggunakan semua metode RAP (*Risk Adjusted Performance*) dan diurutkan dengan nilai Z untuk mengetahui perusahaan mana yang *outperformed* dan yang *underperformed*. Setelah mendapatkan urutan peringkat dari setiap perusahaan, dilakukan uji hipotesis dengan menggunakan *Independent T Test* atau *Whitney-Mann U Test* tergantung dari hasil uji normalitas dan homogenitas.

D. HASIL DAN PEMBAHASAN

Terdapat 32 perusahaan *sharia-compliant* dan 13 perusahaan *non-sharia compliant* yang termasuk dalam *listing* indeks LQ45 per-November 2020. Jenis usaha yang terbanyak ialah produsen barang baik barang jadi ataupun mentah, kemudian disusul oleh pertambangan mineral, lalu perbankan. Secara nilai *return* yang didapatkan dari berinvestasi pada perusahaan, *sharia-compliant* lebih baik angkanya dibandingkan dengan *non-sharia compliant*.

Gambar 2. Pertumbuhan *Return* Saham



Sumber: Data Diolah

Tabel 1. 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 pada tabel ringkasan 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. Oleh sebab itu, dapat disimpulkan perhitungan secara *return* saja, *sharia-compliant* berkinerja lebih baik. Kemudian bagaimanakah jika dengan RAP (*Risk Adjusted Performance*)?

Tabel 2. Peringkat *Jensen's Alpha*

Jensen's Alpha		
Urutan	Saham	Nilai Z
1	INKP (S)	2,19
2	MDKA (S)	1,88
3	TKIM (S)	1,83
4	BBCA	1,45
5	TOWR	1,37
6	ACES (S)	1,36
7	TBIG	1,11
8	PTPP (S)	1,06
9	WIKA (S)	0,88
10	CPIN (S)	0,81

Tabel 3. Peringkat *Treynor Ratio*

Treynor Ratio		
Urutan	Saham	Nilai Z
1	INKP (S)	3,05
2	TKIM (S)	2,02
3	MDKA (S)	1,60
4	TOWR	1,01
5	ACES (S)	0,80
6	PTPP (S)	0,76
7	TBIG	0,75
8	WIKA (S)	0,57
9	CPIN (S)	0,51
10	BBCA	0,50

Tabel 4. Peringkat *Sharpe Index*

Sharpe Index		
Urutan	Saham	Nilai Z
1	BBCA	2,56
2	MDKA (S)	2,05
3	TOWR	1,66
4	ACES (S)	1,55
5	INKP (S)	1,44
6	TKIM (S)	1,30
7	TBIG	1,16
8	PTPP (S)	0,85
9	CPIN (S)	0,81
10	WIKA (S)	0,77

Jensen's Alpha		
Urutan	Saham	Nilai Z
11	BTPS (S)	0,72
12	UNVR (S)	0,46
13	ICBP (S)	0,43
14	JPFA (S)	0,36
15	CTRA (S)	0,35
16	BBNI	0,35
17	ERAA (S)	0,33
18	INDF (S)	0,16
19	BBTN	0,13
20	SMRA (S)	0,06
21	INCO (S)	-0,02
22	MIKA (S)	-0,06
23	BSDE	-0,08
24	SMGR (S)	-0,14
25	JSMR	-0,18
26	SRIL	-0,20
27	ANTM (S)	-0,28
28	BMRI	-0,29
29	UNTR (S)	-0,32
30	HMSP	-0,36
31	AKRA (S)	-0,39
32	INTP (S)	-0,41
33	MNCN (S)	-0,46
34	ADRO (S)	-0,53
35	GGRM	-0,57
36	PWON (S)	-0,71
37	EXCL (S)	-0,76
38	BBRI	-0,76
39	TLKM (S)	-0,99
40	PGAS (S)	-0,99
41	KLBF (S)	-1,14
42	ITMG (S)	-1,26
43	SCMA (S)	-1,64
44	PTBA (S)	-2,15
45	ASII	-2,62

Sumber: Data Diolah

Treynor Ratio		
Urutan	Saham	Nilai Z
11	BTPS (S)	0,43
12	ERAA (S)	0,31
13	ICBP (S)	0,29
14	JPFA (S)	0,29
15	UNVR (S)	0,27
16	CTRA (S)	0,26
17	BBNI	0,23
18	INDF (S)	0,16
19	BBTN	0,14
20	SMRA (S)	0,10
21	BSDE	0,06
22	SMGR (S)	0,04
23	JSMR	0,03
24	BMRI	-0,01
25	INCO (S)	-0,03
26	HMSP	-0,03
27	MIKA (S)	-0,03
28	UNTR (S)	-0,07
29	INTP (S)	-0,10
30	AKRA (S)	-0,10
31	GGRM	-0,11
32	BBRI	-0,31
33	ADRO (S)	-0,32
34	MNCN (S)	-0,38
35	PWON (S)	-0,38
36	EXCL (S)	-0,40
37	TLKM (S)	-0,42
38	SRIL	-0,49
39	PGAS (S)	-0,59
40	KLBF (S)	-0,73
41	SCMA (S)	-1,17
42	ITMG (S)	-1,27
43	ASII	-1,50
44	PTBA (S)	-2,31
45	ANTM (S)	-3,48

Sumber: Data Diolah

Sharpe Index		
Urutan	Saham	Nilai Z
11	BTPS (S)	0,65
12	UNVR (S)	0,56
13	ICBP (S)	0,48
14	JPFA (S)	0,33
15	CTRA (S)	0,32
16	BBNI	0,32
17	ERAA (S)	0,30
18	BBTN	0,13
19	ANTM (S)	0,12
20	SMRA (S)	0,07
21	INCO (S)	0,05
22	INDF (S)	0,03
23	SRIL	-0,08
24	MIKA (S)	-0,11
25	BSDE	-0,14
26	SMGR (S)	-0,25
27	MNCN (S)	-0,29
28	JSMR	-0,33
29	BMRI	-0,48
30	ADRO (S)	-0,52
31	AKRA (S)	-0,52
32	UNTR (S)	-0,53
33	INTP (S)	-0,57
34	PWON (S)	-0,58
35	HMSP	-0,67
36	BBRI	-0,78
37	PGAS (S)	-0,83
38	EXCL (S)	-0,86
39	ITMG (S)	-0,87
40	GGRM	-1,04
41	TLKM (S)	-1,14
42	KLBF (S)	-1,26
43	SCMA (S)	-1,43
44	PTBA (S)	-1,67
45	ASII	-2,57

Sumber: Data Diolah

Tabel 5. Ringkasan Performa

	Sharia-compliant			Non-sharia compliant		
	Outperformed	Underperformed	Nilai	Outperformed	Underperformed	Nilai
Jensen's Alpha	15	17	-1,8%	5	8	-2,5%
	47%	53%		38%	62%	
Treynor Ratio	16	16	-10,4%	7	6	-28,8%
	50%	50%		54%	46%	
Sharpe Index	17	15	-5,9%	5	8	-16,6%
	53%	47%		28%	62%	

Sumber: Data Diolah

Berdasarkan pada tabel 2 – 4, dapat diketahui perusahaan yang *underperformed* dengan melihat Nilai Z yang didapat. Jika menunjukkan angka positif berarti perusahaan tersebut *outperformed*, jika menunjukkan angka negatif berarti *underperformed.* Dapat dilihat pada pengukuran *Jensen's Alpha* dan *Treynor Ratio* yang menempati 3 peringkat tertinggi ialah perusahaan *sharia-compliant.* Perusahaan tersebut ialah INKP (PT Indah Kiat Pulp &

Paper), MDKA (PT Merdeka Copper Gold), kemudian TKIM (PT Pabrik Kertas Tjiwi Kimia). Hal ini disebabkan oleh prospek jenis usaha yang dilakukan dari 3 perusahaan tersebut sangatlah baik. Produksi pulp dan kertas di Indonesia merupakan yang 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). Kemudian MDKA 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). Kemudian jika melihat pada **Tabel *5*. Ringkasan Performa**, perusahaan *sharia-compliant* berkinerja lebih baik mengungguli *non-sharia compliant*. Sebab angka yang didapat oleh *sharia-compliant* lebih besar pada pengukuran *Jensen's Alpha* dan *Treynor Ratio.*

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. Meskipun yang menempati 3 peringkat tertinggi ialah perusahaan *non-sharia compliant,* secara keseluruhan *sharia-compliant* tetap berkinerja lebih baik. Hal ini dapat dilihat dari nilai pengukuran yang besar, dan presentase *outperformed* yang lebih banyak dibandingkan *non-sharia compliant.* Dapat disimpulkan dari penjelasan di atas, bahwa secara deskriptif, perusahaan *sharia-compliant* lebih baik dibandingkan dengan *non-sharia compliant.*

Uji Normalitas dan Homogenitas

Tabel 6. Uji Normalitas dan Homogenitas

		Shapiro-Wilk				Levene Statistic			
	Kategori	Statistic	df	Sig.		Levene Statistic	df1	df2	Sig.
Jensen's Alpha	Syariah	.988	32	.967	Based on Mean	.102	1	43	.750
	Non-syariah	.900	13	.132	Based on Median	.133	1	43	.717
Treynor Ratio	Syariah	.904	32	.008	Based on Mean	1.671	1	43	.203
	Non-syariah	.919	13	.240	Based on Median	1.674	1	43	.203
Sharpe Index	Syariah	.986	32	.946	Based on Mean	.822	1	43	.370
	Non-syariah	.958	13	.726	Based on Median	.656	1	43	.423

Sumber: Data Diolah

Untuk melakukan penentuan penggunaan jenis uji hipotesis, diperlukan uji normalitas dan homogenitas (Sugiyono, 2015). Dari hasil kedua uji tersebut, berdasarkan uji normalitas menggunakan *Shapiro-Wilk Test, Treynor Ratio* tidak lolos uji disebabkan nilai signifikansi yang didapat < 0,05. Sedangkan untuk uji homogenitas, semua variabel lolos uji sebab nilai signifikansinya semuanya bernilai > 0,05.

Uji Hipotesis

Berdasarkan dari hasil uji normalitas dan homogenitas, uji hipotesis yang digunakan pada hasil pengukuran *Jensen's Alpha* dan *Sharpe Index* ialah dengan menggunakan uji paramtetrik yaitu *Independent T Test* sebab lolos dalam semua uji normalitas maupun homogenitas. Sedangkan untuk *Treynor Ratio,* menggunakan uji non-parametrik yaitu *Whitney-Mann U Test* sebab tidak lolos uji normalitas (Sugiyono, 2015).

Tabel 7. Hasil Uji T untuk *Jensen's Alpha* dan *Sharpe Index*

		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
Sharpe Index	Equal variances assumed	.085	43	.933	.00761359	.08995734

	Equal variances not assumed	.073	16.992	.943	.00761359	.10446328

Sumber: Data Diolah

Dari hasil uji T di atas, nilai signifikan yang didapat baik pada hasil pengukuran *Jensen's Alpha* maupun *Sharpe Index* sama-sama > 0,05 yang berarti menerima H_0 dan menolak H_i. Hal ini berarti tidak terdapat perbedaan secara signifikan antara performa perusahaan *sharia-compliant* dan *non-sharia compliant.*

Tabel 8. Hasil Uji Mann-Whitney untuk *Treynor Ratio*

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

Sumber: Data Diolah

Tidak berbeda dengan hasil uji hipotesis *Jensen's Alpha* dan *Sharpe Index*, begitu pula pada *Treynor Ratio*, hipotesis yang diterima ialah H_0. Hal ini disebabkan nilai signifikansi yang diperoleh > 0,05. Dengan demikian dapat disimpulkan pula bahwa tidak terdapat perbedaan yang berarti antara performa perusahaan *sharia-compliant* dan *non-sharia compliant.* Dari hasil semua uji hipotesis dari semua pengukuran performa, jika dilihat secara angka kinerja dengan deskriptif, perusahaan *sharia-compliant* berkinerja lebih baik dibandingkan *non-sharia compliant.* Akan tetapi, jika diuji dengan statistik inferen, tidak terdapat perbedaan secara signifikan antara kedua performa jenis perusahaan baik dari pengukuran *Jensen's Alpha, Treynor Ratio,* maupun *Sharpe Index.*

E. 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.

DAFTAR PUSTAKA

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

Albaity, M., & Ahmad, R. (2008). Performance of Syariah and Composite Indices: Evidence from Bursa Malaysia. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*.

Dirgantara, H. (2021, Februari 2). *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

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

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

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

Hadinata, S. (2018). Tingkat Pengembalian (Return), Risiko, dan Koefisien Variasi pada Saham Syariah dan Saham Non-syariah. *Aktsar: Jurnal Akuntansi Syariah*.

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*.

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

Muryani, S. (2013). Studi Empirik Perbandingan Kinerja antara Jakarta Islamic Index (JII) dan Indeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia Pada Saat, Sebelum, dan Setelah Krisis Keuangan Global. *Twinning Program Fakultas Ekonomi dan Bisnis dan Fakultas Agama Islam Universitas Muhammadiyyah Surakarta*.

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

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 an Finance*.

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*.

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*.

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*.

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.

Ulfah, F. U. (2021, Februari 22). *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.