

PERBEDAAN PENERAPAN STANDAR *ISLAMIC STOCK SCREENING* DAN *SOCIAL ENVIRONMENT INDEX* TERHADAP KINERJA PORTOFOLIO SAHAM BEI

Putri Dona Balgis

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Padjajaran
putri.dona.balgis@gmail.com

Tettet Fitrijanti*

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Padjajaran
tettet.fitrijanti@unpad.ac.id

**Corresponding author*

Citra Sukmadilaga

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Padjajaran
citra.sukmadilaga@unpad.ac.id

Abstrak

Penelitian ini menguji perbedaan kinerja portofolio sebelum dan sesudah penambahan indikator indeks lingkungan sosial dari lima standar (ISSI, FTSE, MSCI, DJIM dan S&P) serta perbedaan kinerja portofolio sebelum dan sesudah penambahan indikator indeks lingkungan sosial. Hasil penelitian ini menyimpulkan bahwa kinerja portofolio menggunakan ukuran Sharpe signifikan berbeda, sedangkan Treynor dan Jensen Alpha tidak menunjukkan perbedaan kinerja yang signifikan, juga tidak terdapat perbedaan kinerja portofolio yang signifikan (Sharpe, Treynor dan Jensen Alpha) sebelum dan sesudah penambahan indikator indeks lingkungan sosial. Hal tersebut menunjukkan bahwa penambahan indikator indeks lingkungan sosial tidak berpengaruh terhadap kinerja portofolio.

Kata kunci: *Islamic stock screening; kinerja portofolio; social environment index.*

Abstract

This research examined differences of portfolio performance before adding indicator of social environment index from five standards (ISSI, FTSE, MSCI, DJIM and S&P) and differences of portfolio performance before and after adding indicator of social environment index. The result concludes portfolio performance using the Sharpe measure significantly different, while Treynor and Jensen Alpha did not show a significant difference of performance, there is also no significant difference of portfolio performance (Sharpe, Treynor and Jensen Alpha) before and after adding indicator social environment index. It shows that addition of indicator social environment index is not affected portfolio performance.

Keywords: *Islamic stock screening; portfolio performance; social environment index.*

1. PENDAHULUAN

Pasar modal syariah sebagai salah satu bagian dari industri keuangan syariah merupakan inovasi yang muncul dari para cendekiawan muslim untuk memfasilitasi hubungan antara dunia kapitalis modern dan tradisi Islami. Akhir-akhir ini, investasi syariah dan industri keuangan syariah bukan lagi menjadi pembicaraan umat Islam saja,

namun juga menjadi pembicaraan secara global. Hal ini ditandai dengan bermunculannya lembaga keuangan syariah di negara-negara bukan Negara Islam ataupun dengan mayoritas penduduk beragama Islam.

Secara global investor muslim mengalami peningkatan (Derigs & Marzban, 2008, 2009; Rahman, Yahya, & Nasir, 2010; Yatim, Kent, & Clarkson, 2006). Mereka hanya ingin menginvestasikan modalnya pada investasi yang tidak berseberangan dengan prinsip-prinsip syariah. Kepastian mengenai konsistensi kesesuaian investasi dengan nilai Syariah adalah penting bagi investor muslim. Ajaran Islam bagi investor muslim merupakan petunjuk hidup yang komprehensif meliputi aspek spiritual dan ritual ibadah, baik teknis maupun filosofis, serta interaksi antar sesama manusia (*muamalah*) (Marzban & Asutay, 2012), sehingga pilihan investasi mereka akan jatuh pada investasi yang bersifat etis atau investasi syariah yang terbatas pada kategori sektor bisnis tertentu. Dalam pasar modal syariah, untuk menentukan sebuah saham bisa terkategori ke dalam saham syariah, harus melalui proses seleksi saham atau yang lebih sering dikenal dengan *Islamic stock screening*. Oleh karenanya indikator-indikator yang ada pada *screening* tersebut menjadi hal yang sangat krusial dalam proses *screening*.

Islamic stock screening terdiri dari *qualitative screens* yakni tahapan seleksi saham berdasarkan sektor bisnisnya dan *quantitative screens* yakni tahapan seleksi berdasarkan rasio keuangan tertentu. Indikator-indikator pada *Islamic stock screening* ditentukan oleh masing-masing indeks penyelenggara. Terdapat perbedaan dalam beberapa indikator *screening*, baik pada *qualitative* maupun *quantitative screens*, sebagaimana penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh BinMahfouz (2012), Derigs & Marzban (2008, 2009), Ho (2015), Khatkhatay & Nisar (2007), Mahfooz & Ahmed (2014), Marzban & Asutay (2012) yang melakukan penelitian tentang perbandingan praktik *screening* yang berbeda-beda.

Islamic stock screening di setiap indeks baik antar *market* maupun antar Negara memiliki beberapa perbedaan kriteria, baik dari sisi *qualitative screens* maupun *quantitative screen*. Perbedaan ini muncul dari beragam cara pandang dalam memahami dan menafsirkan syariah, variasi atas riwayat hadits, perbedaan penerapan metodologi dasar (*usul*) yang mempengaruhi pendekatan yang digunakan saat melakukan analogi deduktif (*qiyas*) oleh para ahli hukum syariah yang berbeda pada masing-masing indeks yang dijadikan acuan dalam memutuskan kriteria *Islamic stock screening*. Al-Quran dan Hadist sebagai sumber utama hukum Islam memberi ruang diskusi dan variasi pendapat di kalangan ahli hukum syariah. Hal ini terjadi bahkan pada zaman Rasulullah SAW terutama pada masalah *muamalah* (Khan, 2018). Sumber lainnya yang dijadikan acuan

adalah konsensus pendapat dari empat imam mahdzab, yakni Hanafi, Malik, Syafi'i dan Hanbali (Ho, 2015). Di samping itu, para ulama memutuskan suatu kaidah dasar dalam bidang *muamalah*, yang bunyinya "Hukum asal *muamalah* adalah bahwa segala sesuatunya dibolehkan kecuali terdapat dalil yang melarangnya (dalam Al-Quran dan Sunnah)". Kaidah ini berdasarkan firman Allah pada Surah *Al-An'am* ayat 119 yang artinya "Allah sungguh telah memperinci apa saja yang diharamkan untuk kamu sekalian."

Indonesia memiliki dewan syariah tingkat nasional, yakni Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) yang memegang otoritas untuk mengeluarkan fatwa-fatwa yang menjadi hukum positif, terutama hukum mengenai industri keuangan syariah (Rethel & Abdalloh, 2015). Di Indonesia, standar *Islamic stock screening* yang berbeda telah diterapkan sejak reksadana pertama diluncurkan pada tahun 1997. Berbeda dengan standar global lainnya hanya mempertimbangkan kepatuhan terhadap *leverage ratio* dan mengabaikan kepatuhan terhadap *liquidity ratio* dalam *financial screens*. Selain itu tidak secara eksplisit menyebutkan kelompok industri yang dilarang dalam *qualitative screens*, namun memberikan prinsip-prinsip umum mengenai bagaimana kelompok industri tertentu dianggap non-halal (Rizaldy & Ahmed, 2019).

Kasi & Muhammad (2016) melakukan penelitian mengenai keketatan dan keseragaman metodologi *shariah screening* di beberapa negara Asia (dua negara maju: Singapura dan Hongkong dan dua negara dengan mayoritas penduduk Muslim: Indonesia dan Malaysia), kemudian dibandingkan dengan metodologi *screening* yang diterapkan di Amerika. Hasilnya menunjukkan bahwa metodologi *screening* yang diterapkan di Amerika jauh lebih ketat daripada yang diterapkan oleh negara-negara Asia (Indonesia, Malaysia Singapura dan Hongkong). Ho (2015) membandingkan standar *screening syariah compliance* internasional (Global indeks utama: DJIM, FTSE, MSCI, S&P dan internasional dan regional indeks dari: Amerika Serikat, United Kingdom, Switzerland, Sweden, Kuwait, Malaysia, Hong Kong, Indonesia, Sri Lanka dan India) yang memberikan kesimpulan bahwa *shariah compliance* paling ketat adalah DJIM, Azzad (Amerika) dan BM Hijrah (Malaysia).

Firmansyah (2017) juga melakukan penelitian mengenai perbandingan *Islamic stock screening* yang diterapkan di Indonesia dan Malaysia. Hasilnya tidak terdapat perbedaan signifikan pada kriteria kualitatif, namun cukup signifikan pada kriteria kuantitatif. Ambang batas rasio utang Malaysia lebih kecil dari Indonesia dan ambang batas kontribusi pendapatan non-halal Indonesia sebesar 10% dan Malaysia sebesar 5% dan 20%. Kriteria *screening* saham syariah di Malaysia lebih *customized* dari saham

Syariah di Indonesia. Dalam penelitiannya, peneliti menyarankan agar metode *screening* senantiasa dievaluasi atau direvisi seiring dengan perubahan strategi bursa dalam mengumpulkan dana segar serta selera para investor.

Malaysia, Singapura dan Hongkong sudah memiliki indeks global yang bekerjasama dengan FTSE, yakni FTSE Bursa Malaysia (FBM) Shariah Index sejak tahun 2007, FTSE SGX Asia Shariah 100 Index sejak 20 Februari 2006 dan FTSE Shariah Hong Kong Index sejak 29 Oktober 2007 (Kasi & Muhammad, 2016). Indonesia belum memiliki indeks global ataupun bergabung dengan indeks global manapun.

Salah satu akibat dari perbedaan standar *screening* ini membuat suatu saham pada suatu indeks terkategori Syariah, sedangkan pada indeks yang lain dengan saham yang sama terkategori tidak sesuai syariah. Penelitian-penelitian terdahulu menyarankan akan adanya suatu standar global yang mengatur *Islamic stock screening*. Berbeda dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan berdasarkan pada beberapa pasar, penelitian ini juga meneliti hal yang serupa, namun pada *single market*, yakni perbedaan penerapan standar *Islamic Stock Screening* (FTSE, DJIM, MSCI dan S&P) apabila diterapkan pada saham yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Hasil penelitian terdahulu menunjukkan bahwa standar *Islamic stock screening* Indonesia (ISSI) lebih longgar dibandingkan standar yang diterapkan oleh indeks lainnya dan Indonesia masih belum memiliki *global index*. Penelitian ini bertujuan untuk menunjukkan kelebihan penggunaan *Islamic stock screening* lainnya yang diterapkan di *world-leading market*, yaitu: FTSE, MSCI, DJIM dan S&P apabila diterapkan pada saham-saham yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Marzban & Asutay (2012) mengkritisi proses *screening* yang selama ini hanya terdiri dari dua tahapan, yakni *qualitative screen* dan *quantative screen*. Menurut mereka, perlu ada satu tahapan *screening* tambahan yang diberi nama *moral screening process*. Hal ini akan memastikan *outcome* yang etis berdasarkan moral ekonomi syariah. Hal ini juga menanggapi kekurangan pada *shariah compliancy* dengan memastikan bahwa hasil *screening* akan sesuai syariah dan fokus akan berpindah dari *form* ke *substance*. *Shariah screening* yang berorientasi *form* tidak mempertimbangkan inisiatif CSR dan isu lingkungan dalam mengevaluasi kinerja perusahaan dan institusi keuangan (Marzban & Asutay, 2012). *Framework* dari proses *shariah screening* yang komprehensif bertujuan untuk memastikan bahwa pendekatan konsekuensi sosial dan lingkungan dalam proses seleksi saham syariah perlu diperhitungkan. Mahfooz & Ahmed (2014) juga mengkritisi mengenai *Islamic stock screening*, aspek selain yang menghasilkan laba seperti masalah sosial dan masalah lingkungan tidak dimasukkan dalam proses *screening*. Oleh karena

itu penulis bermaksud meneliti perbedaan penambahan indikator *social/environment index* pada hasil *shariah screening* apabila diterapkan pada proses seleksi saham syariah di Indonesia.

2. TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Islamic Stock Screening

Islamic stock screening atau *Shariah screening* merupakan proses identifikasi seperangkat investasi yang mematuhi prinsip-prinsip Syariah, melarang *riba*, *maysir*, dan *gharar* serta mampu memenuhi kriteria investor Muslim untuk berinvestasi di dalamnya (Ashraf & Mohammad, 2014; Engkuchik, 2016; Ho, 2015; Ho, Rahman, Yusuf, & Zamzamin, 2014; Marzban & Asutay, 2012). *Islamic stock screening* sudah diterapkan secara luas pada tingkat dunia. Di Indonesia, saham- saham yang terkategori saham syariah setelah melewati *Islamic stock screening* akan masuk kedalam Daftar Efek Syariah (DES). Proses identifikasi ini secara global terdiri dari sekumpulan *qualitative* atau *sector screens* dan *quantitative* atau *financial screens*.

Qualitative screening atau disebut juga dengan *sector screens* merupakan proses seleksi saham terkait area bisnis (Derigs & Marzban, 2008). Proses seleksi kualitatif ini berfokus pada karakter aktivitas bisnis sebuah perusahaan (Rizaldy & Ahmed, 2019). Sederhananya aktivitas bisnis yang tidak diperbolehkan dalam syariah akan dikeluarkan dari daftar saham syariah (lihat Tabel 1).

Quantitative screening atau disebut juga dengan *financial screening* merupakan proses *screening* terkait kondisi keuangan suatu perusahaan. Tujuan dari *financial screening* adalah untuk mengeluarkan perusahaan dengan tingkat hutang konvensional, likuiditas, investasi dan pendapatan riba yang tidak memenuhi kriteria (Mahfooz & Ahmed, 2014). Setelah perusahaan-perusahaan melalui *qualitative screening* diseleksi, kemudian dilanjutkan ke *quantitative screening* untuk seleksi selanjutnya. Alasan penggunaan *qualitative screening* adalah Islam melarang riba dan perdagangan uang, sehingga diperlukan *screening* untuk menganalisa keterlibatan perusahaan dalam praktiknya. Berapa banyak pendapatan berbasis bunga yang diterima perusahaan (*non-permissible income ratio*) dan seberapa besar bunga yang dibayarkan perusahaan untuk melunasi hutangnya (*interest ratio*) merupakan ukuran keterlibatan perusahaan dalam riba diukur. Di dalam Islam uang tidak boleh diperdagangkan, sehingga kas dan setara kas perlu dibandingkan dengan ambang batas yang diperbolehkan (Derigs & Marzban, 2008).

Tabel 1. Business Screening, Daftar Sektor Terlarang dari Standar Islamic Stock Screening yang Berbeda

No	Sektor Bisnis	Screening				
		ISSI	DJIM	FTSE	S&P	MSCI
1	Alkohol	√	√	√	√	√
2	Hotel		√	√		√
3	Keuangan konvensional	√	√	√	√	√
4	Kloning				√	
5	Musik		√	√		√
6	Perdagangan emas dan perak				√	
7	Periklanan dan Media				√	
8	Perjudian	√	√	√	√	√
9	Pornografi	√	√	√	√	√
10	Produk terkait babi	√	√	√	√	√
11	Senjata dan alat perang		√	√		√
12	Sinema		√	√		√
13	Tembakau	√	√	√	√	√

√ = dituliskan secara eksplisit pada metodologi yang dipublikasikan secara resmi di masing-masing indeks

Sumber: Rizaldy & Ahmed (2019)

Pada kriteria *quantitative screening* perbedaan yang terlihat signifikan adalah pada dua hal (lihat Tabel 2), yakni penggunaan kapitalisasi pasar atau total aset sebagai pembagi rasio dan pada rentang nilai ambang batas setiap rasio. Pada penggunaan kapitalisasi pasar atau total aset sebagai pembagi rasio dapat dilihat bahwa FTSE, MSCI dan ISSI menggunakan total aset sebagai pembagi rasio, sedangkan DJIM dan S&P menggunakan kapitalisasi pasar sebagai pembagi rasio. Indeks yang menggunakan kapitalisasi pasar sebagai pembagi berpendapat bahwa nilai tersebut mencerminkan nilai sebenarnya dari perusahaan yang dinilai oleh pasar dan menggunakan rata-rata *trailing* untuk memudahkan pengukuran dan menghilangkan efek musiman. Sebaliknya, indeks yang menggunakan total aset sebagai pembagi menganggap nilai tersebut sebagai ukuran yang tepat karena perusahaan dinilai dari perspektif akuntansi terpercaya dan setiap pengukuran bebas dari pengaruh pasar atau spekulasi eksternal (Derigs & Marzban, 2008).

Keuntungan menggunakan kapitalisasi pasar dari pada total aset adalah penggunaan kapitalisasi asset memungkinkan dilakukannya *screening* secara terus menerus, karena kapitalisasi pasar tidak tergantung dari publikasi laporan keuangan yang detil dan dapat dihitung secara langsung dari harga pasar. Dengan kata lain, jika total aset digunakan *shariah compliance* hanya dapat ditetapkan saat laporan keuangan detil telah diterbitkan, biasanya sekali setahun. Keuntungan lain dari penggunaan kapitalisasi pasar adalah jika informasi dalam laporan keuangan yang

diberikan oleh perusahaan yang berbeda tidak diakumulasikan menggunakan prinsip akuntansi yang sama, total nilai aset bukan merupakan ukuran yang sesuai karena tergantung pada prinsip akuntansi yang digunakan, sehingga nilai total aset bisa menjadi tidak konsisten. Contoh pada penggunaan metode FIFO atau LIFO dalam menilai persediaan. Jika perusahaan melaporkan laporan posisi keuangan menggunakan metode LIFO, pada periode kenaikan harga persediaan *undervalued*, sehingga berakibat pada turunnya nilai total aset. Dampaknya terhadap *quantitative screening* (total hutang melebihi total aset) adalah nilai rasio menjadi lebih besar dan hal ini mengakibatkan dikeluarkannya perusahaan yang kemungkinan lulus *screening* yang sama jika menggunakan metode FIFO (Derigs & Marzban, 2008).

Tabel 2. Financial screening berdasarkan standar Islamic Stock Screening yang berbeda

Debt Ratio	Interest Ratio	Liquidity Ratio	Non-permissible Income Ratio
FTSE (Total Debt/ Total Assets) <33%	(Cash + Interest Bearing Securities/ Total Assets) <33%	(Account Receivable + Cash/ Total Assets) <50%	(Interest Income + non Compliant Activities Income) <5% of Total Revenue
MSCI (Total Debt/ Total Assets) <33%	(Cash + Interest Bearing Securities/ Total Assets) <33%	(Account Receivables + Cash/ Total Assets) <33%	(Non-Compliant Activities Income) <5% of Total Revenue
DJIM (Total Debt/ Market Cap. Avg. 24month) <33%	(Cash + Interest Bearing Securities/ Market Cap. Avg. 24month) < 33%	(Account Receivable/Market Cap. Avg. 24mont) <33%	(Non-Compliant Activities Income) <5% of Total Revenue
S&P (Total Debt/ Market Cap. Avg. 36 month) < 33%	(Cash + Interest Bearing Securities/ Market Cap. Avg. 36 month) < 33%	(Account Receivable/ Market Cap. Avg. 36 mont) <49%	(Non-Compliant Activities Income (other than interest)) <5% of Total Revenue
ISSI (Total Debt/ Total Assets) <45%	-	-	(Interest Income + NonCompliant Activities Income) 10% of Total Revenue

Sumber: Mahfooz & Ahmed (2014)

Khatkhatay & Nisar (2007) berpendapat sebaliknya, yakni penggunaan kapitalisasi pasar dalam rasio *screening* tidak sesuai dan harus diganti dengan item neraca yakni total aset. Ashraf & Khawaja (2016) membandingkan kinerja portofolio syariah dengan portofolio konvensional tandingannya (Amerika Serikat, Kanada, Eropa, Negara Teluk dan Jepang). Portofolio dibentuk menggunakan kriteria *screening* yang digunakan oleh

MSCI, FTSE, DJIM, S&P dan AAOIFI. Hasilnya adalah portofolio syariah yang menggunakan standar screening berbasis MVE (*market value of equity*) menghasilkan lebih sedikit saham dibandingkan dengan yang berbasis BVTA (*book value of total asset*) dan portofolio syariah yang menggunakan BTVA menampilkan kinerja yang lebih baik dibandingkan portofolio syariah yang menggunakan MVE. Marzban & Asutay (2012) mengambil kesimpulan berbeda setelah melakukan perbandingan *shariah screening* di Amerika Serikat dan Jepang. Meskipun kapitalisasi pasar menghasilkan jumlah *asset universe* yang lebih sedikit, namun kualitas saham yang dihasilkan lebih unggul dibandingkan dengan yang menggunakan total aset yang menghasilkan hampir lima kali *return* dengan risiko rendah dibandingkan dengan *return* pasar.

Sementara itu, pada rentang nilai ambang batas, nilai ambang batas digunakan untuk mendefinisikan *shariah compliance asset*. Hal ini menjadi penting bagi investor Muslim untuk memahami bagaimana ambang batas itu ditetapkan, karena tidak terdapat aturan eksplisit terkait perhitungannya dalam Al-Qur'an dan Hadist. Dapat dilihat dalam Tabel 2, tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada *interest ratio*. FTSE, MSCI, DJIM, S&P menetapkan nilai ambang batas yang sama, hanya ISSI yang tidak memiliki kriteria *interest ratio*. Untuk *debt ratio*, keempat global indeks menetapkan nilai ambang batas yang sama yaitu 33% sedangkan ISSI menetapkan ambang batas sebesar 45%. Begitu pula dengan *non-permissible income ratio*, keempat global indeks menetapkan nilai ambang batas sebesar 5% sedangkan ISSI menetapkan sebesar 10%.

Nilai ambang batas yang sering digunakan adalah sebesar 33%. Alasannya kemungkinan besar menurut Obaidullah (2005) adalah berdasarkan hadits saat Rasulullah menasehati Abu Bakar r.a untuk tidak menyedekahkan hartanya lebih dari sepertiga kekayaannya dengan berkata "sepertiga itu terlalu banyak". Oleh sebab itu, sepertiga (33%) dipilihlah oleh para ahli hukum syariah sebagai ambang batas yang tidak berlebihan dari sisi Syariah, meskipun penggunaan hadits tersebut dinilai di luar konteks.

Kemudian nilai ambang batas sebesar 5% untuk *non-compliant income* atau *interest ratio* tidak memiliki dasar penetapan berdasarkan Al-Quran dan Hadits. Hal ini ditetapkan murni dari *ijtihad* para ahli hukum syariah dan berdasarkan kenyataan investor Muslim secara individual tidak punya kendali atas keseluruhan praktik bisnis perusahaan yang dikelola secara tidak Islami. Perusahaan konvensional biasanya punya *cash deposit* atau investasi jangka pendek yang menghasilkan laba berupa bunga sedangkan bisnis inti mereka adalah halal, maka beberapa ahli hukum syariah sepakat untuk menetapkan *non-compliant income* tidak boleh melebihi 5% dari total laba yang

dihasilkan. Penggunaan nilai ambang batas antara 45%-50% seperti yang ditetapkan oleh standar S&P dimana ambang batas maksimum untuk *liquidity ratio* adalah 49%. Dewan syariah S&P berpendapat bahwa porsi *illiquid asset* harus lebih besar dari porsi *liquid asset* (Derigs & Marzban, 2008). Hal ini disebabkan oleh salah satu kaidah dalam ekonomi syariah adalah uang bukanlah barang dagang, sehingga jika porsi *liquid asset* mendominasi dibanding *illiquid asset* maka dikhawatirkan dalam perusahaan tersebut terjadi perdagangan uang.

Kinerja Portofolio Saham

Pelopop pengukuran kinerja portofolio adalah Wiliam Sharpe, Treynor, dan Michael Jensen, yang disebut *composite (risk-adjusted) measure of portofolio performance* berdasarkan kombinasi *return* dan *risk* dalam satu formula (Jogiyanto, 2003). Model pengukuran kinerja portofolio yang mereka hasilkan disebut *Sharpe Ratio*, *Treynor Index*, dan *Jensen Alpha Ratio*.

Pengukuran kinerja menggunakan *Sharpe ratio* dikembangkan oleh William F. Sharpe pada tahun 1966. Ratio ini bertujuan untuk memprediksi kinerja yang akan datang dengan mengembangkan *capital-market model*. Sayangnya, model tersebut tidak bisa diuji secara langsung karena sulit memprediksi kinerja di masa depan. Sebaliknya, nilai *ex-post* harus menghitung rata-rata *return* portofolio dan harus diganti dengan tingkat pengembalian yang diharapkan dan deviasi standar aktual yang diperbarui dari tingkat pengembalian seperti yang diperkirakan risikonya (Sharpe, 1965). Model Sharpe digunakan untuk perbandingan kinerja portofolio menggunakan *capital market line* sebagai konsep, atau *Reward to Variability Ratio (RVAR)*. Kinerja suatu portofolio menurut model Sharpe adalah kinerja *net* dengan tingkat risiko bebas bunga perunit risiko. Indeks kinerja Sharpe ditetapkan dengan mengikuti formula:

$$\frac{R}{Vs} = \frac{\overline{R_p} - \overline{R_f}}{\sigma_p}$$

- R/Vs : Indeks kinerja Sharpe
Rp : *Return* portofolio
Rf : Tingkat bunga bebas risiko
 σ_p : Total risiko (standar deviasi portofolio)

Semakin tinggi nilai *sharpe ratio*, semakin baik kinerja dari perspektif *return* risiko. Rasio bernilai negatif menunjukkan bahwa investor tidak diberi imbalan atas kelebihan risiko yang diambil dan investor akan lebih baik dilayani dengan berinvestasi pada aset

bebas risiko dibandingkan portofolio yang berisiko dan sebaliknya jika rasio bernilai positif (BinMahfouz, 2012).

Pengukuran kinerja menggunakan rasio ini dikembangkan oleh Jack L. Treynor pada tahun 1965. Dalam mengevaluasi kinerja portofolio, indeks Treynor menggunakan rata-rata realisasi *return* dan beta sebagai standar risiko (Treynor, 1965). Rata-rata *return* dianggap sebagai pengukuran terbaik dalam memprediksi *return*, pasar diasumsikan efisien.

$$\frac{R}{Vt} = \frac{\overline{R_p} - \overline{R_f}}{\beta_p}$$

- R/Vt : Indeks kinerja Treynor
Rp : *Return* portofolio
Rf : Tingkat bunga bebas risiko
 β_p : Beta portofolio (risiko sistematis)

Rasio ini mengimplikasikan bahwa investor diberi imbalan hanya atas risiko sistematis. Risiko sistematis tidak dapat dihilangkan, sementara risiko tidak sistematis dapat dihindari dengan portofolio yang terdiversifikasi dengan baik. Semakin tinggi rasio Treynor, semakin tinggi *return* untuk setiap unit risiko sistematis atau risiko pasar yang diambil, sehingga semakin baik kinerja dari perspektif pengembalian risiko. Rasio Treynor negatif menunjukkan *return* yang dihasilkan portofolio lebih rendah dari pengembalian aset bebas risiko, sehingga investor sebaiknya berinvestasi pada aset bebas risiko dari pada portofolio berisiko dan sebaliknya jika rasio bernilai positif (BinMahfouz, 2012).

Meskipun rasio Treynor dan Sharpe digunakan sebagai *risk-adjusted measure* untuk menggolongkan portofolio investasi, kedua rasio ini mungkin menggolongkan portofolio investasi secara berbeda. Hal ini disebabkan oleh rasio Treynor hanya mengukur menggunakan risiko sistematis, sedangkan rasio Sharpe menggunakan total risiko (risiko tidak sistematis dan sistematis). Misalnya reksadana dengan risiko tidak sistematis yang relatif besar dapat mengungguli pasar dalam rasio Treynor dan berkinerja buruk dalam rasio Sharpe. Reksa dana dengan rasio Treynor yang besar dan rasio Sharpe yang rendah menunjukkan bahwa reksa dana tersebut memiliki risiko tidak sistematis yang lebih besar (BinMahfouz, 2012).

Jensen Alpha Ratio dikembangkan oleh Jensen pada tahun 1968. Rasio ini mengukur perbandingan kinerja portofolio pada tingkat *return* yang ditentukan. Rasio ini menunjukkan perbedaan antara *return* sebenarnya dan *return* yang diharapkan dari suatu portofolio. Model Treynor dan Sharpe dapat menerima investasi dengan *return*

positif, sementara model Jensen menerima investasi yang diperkirakan menghasilkan *return* yang lebih besar melebihi tingkat pengembalian yang diharapkan (tingkat pengembalian minimum) (Jensen, 1968). *Return* berarti rata-rata realisasi *return*. Tingkat *return* minimum ditetapkan melalui *expected return* menggunakan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Kinerja portofolio Jensen Alpha ini berfokus pada CAPM. Jensen alpha merupakan pengukuran yang memperkirakan tingkat *return* konstan selama periode investasi. Persamaan matematika untuk model Jensen sebagai berikut:

$$E(\bar{R}_j) = \bar{R}_f + \beta_p [E(\bar{R}_m) - \bar{R}_f]$$

$E(R_j)$: *Jensen expected return portofolio*

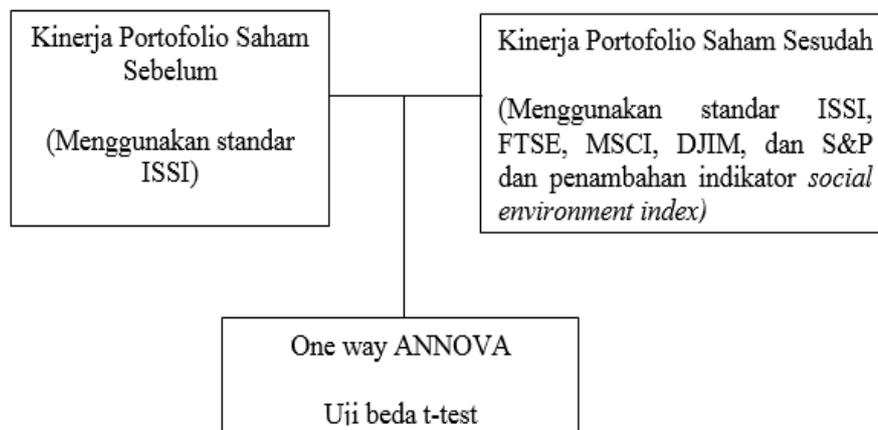
R_f : Tingkat suku bunga bebas

β_p : Beta portofolio

$E(R_m)$: *return pasar yang diharapkan*

Nilai alpha yang signifikan positif menunjukkan sebuah kinerja superior dan nilai alpha signifikan negatif menunjukkan kinerja inferior. Kinerja superior mengimplikasikan bahwa portofolio menghasilkan *risk-adjusted return* melebihi tingkat *return* yang ditetapkan dan begitu pula sebaliknya. Makin positif dan makin signifikan alpha, makin baik kinerja dari perspektif *risk-return* (BinMahfouz, 2012).

Rumusan hipotesis penelitian ini diantaranya terdapat perbedaan kinerja portofolio yang dihasilkan dari penerapan *Islamic stock screening* yang berbeda (ISSI, FTSE, DJIM, MSCI dan S&P) dan terdapat perbedaan kinerja portofolio yang dihasilkan dari penerapan *Islamic stock screening* yang berbeda (ISSI, FTSE, DJIM, MSCI dan S&P) sebelum dan sesudah penambahan indikator *social environment index*.



Gambar 1. Kerangka Konseptual

3. METODE PENELITIAN

Penelitian ini merupakan penelitian deskriptif kuantitatif melalui pengumpulan data mengenai karakteristik situasi, orang atau kejadian (Sekaran & Bougie, 2017). Penelitian ini menggunakan data sekunder dari laporan keuangan tahunan dan laporan tahunan perusahaan yang listing di Bursa Efek Indonesia (BEI). Populasi penelitian ini adalah seluruh saham yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia. Berdasarkan *fact book* tahun 2016, jumlah saham yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia adalah sejumlah 533 saham. Sampel terpilih dalam penelitian ini adalah sebanyak 468 emiten selama 3 tahun, sehingga jumlah keseluruhan sampel adalah 1.404 emiten konsisten telah terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia dan mempublikasikan laporan keuangan tahunan dan laporan tahunan. Waktu pengamatan penelitian yaitu dari tahun 2014 sampai dengan tahun 2016 didasarkan pada pembentukan portofolio minimal tiga tahun. Tahun 2014 merupakan tahun dimana jumlah investor saham syariah mengalami peningkatan tertinggi pada periode dimaksud serta pada tahun 2014 dibentuk unit pengembangan pasar modal syariah. Pengujian hipotesis pada penelitian ini menggunakan *analysis of variance* (ANOVA) lebih khususnya yakni *one ways* ANOVA. Menurut Ghozali (2016), ANOVA digunakan untuk menguji hubungan variabel dependen berskala metrik dengan satu atau lebih variabel independen berskala nonmetrik atau kategorikal dengan kategori lebih dari dua.

4. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Hasil Islamic Stock Screening Qualitative Screening

Tahap awal dalam *Islamic stock screening* adalah dengan melakukan seleksi pada sektor bisnis perusahaan. Hal ini disebut dengan *qualitative screening*. Setiap indeks saham syariah memiliki kriteria tersendiri dalam mengkategorikan sektor bisnis yang diperbolehkan dan sektor bisnis yang dilarang. Jakarta *Stock Industrial Classification* (JASICA) yang terdapat di *factbook* Bursa Efek Indonesia menjadi acuan dalam penentuan sektor dan sub-sektor bisnis setiap perusahaan.

Tabel 3 menunjukkan hasil *qualitative screening* bahwa tidak terdapat perbedaan jumlah yang besar dari kelima indeks syariah di atas. Dari kelima indeks syariah tersebut, ISSI menghasilkan paling banyak perusahaan yang lolos tahapan *qualitative screening* yakni sebanyak 386 perusahaan atau senilai 82% dari 468 perusahaan yang belum diseleksi, kemudian S&P sebanyak 373 perusahaan (79%). FTSE, MSCI dan DJIM menghasilkan jumlah yang sama yakni 367 perusahaan (78%). *Islamic stock screening* ISSI menjadi standar yang paling banyak menghasilkan saham Syariah, karena pada Tabel 3 tentang daftar sektor bisnis terlarang dari kelima indeks ISSI merupakan

indeks yang paling sedikit memiliki jumlah sektor bisnis yang dilarang yakni sebanyak 6 sektor, kemudian S&P sebanyak 9 sektor. Begitu pula FTSE, MSCI dan DJIM yang memiliki jumlah yang sama yakni 10 sektor bisnis yang dilarang.

Tabel 3. Hasil *Qualitative Screening*

Sektor Bisnis	<i>Unscreened</i>	ISSI	FTSE	MSCI	DJIM	S&P
Pertanian	20	20	20	20	20	20
Pertambangan	40	40	40	40	40	38
Industri Dasar dan Kimia	59	59	59	59	59	59
Aneka Industri	37	37	37	37	37	37
Industri Barang Konsumsi	35	29	29	29	29	29
Properti, Perumahan dan Konstruksi Bangunan	50	50	50	50	50	50
Infrastruktur, Utilitas dan Transportasi	46	46	46	46	46	46
Keuangan	76	1	1	1	1	1
Perdagangan, Jasa dan Investasi	105	104	85	85	85	93
Total	468	386	367	367	367	373

Sumber: Data Diolah (2018)

Perbedaan terjadi pada sektor perdagangan, jasa, investasi dan pertambangan. Perbedaan pada sektor perdagangan, jasa dan investasi terjadi karena S&P menjadikan subsektor periklanan dan media sebagai sektor yang dilarang serta DJIM, FTSE, dan MSCI menjadikan perhotelan sebagai sektor yang dilarang. Sektor pertambangan yang dikeluarkan adalah pertambangan emas, karena S&P melarang perdagangan emas dan perak.

Hasil *Quantitative Screening*

Setelah tahap *qualitative screening*, seleksi selanjutnya adalah seleksi rasio keuangan. Tahap ini disebut *quantitative screening*. Ada 4 rasio keuangan yang akan dihitung, yakni *debt ratio*, *liquidity ratio*, *interest ratio* dan *non-permissible income ratio*. Setiap indeks syariah menetapkan nilai ambang batas yang berbeda dan menggunakan salah satu dari dua pembagi yakni total asset atau nilai rata-rata kapitaliasi pasar. ISSI hanya menghitung dua rasio saja, yakni *debt ratio* dan *non-permissible ratio*. Jika minimal salah satu dari keempat rasio tidak memenuhi kriteria saham syariah yang sudah ditetapkan, maka perusahaan tersebut dinyatakan tidak lolos seleksi *quantitative screening*, dalam artian lain perusahaan tersebut tidak dapat terkategori menjadi saham syariah.

Tabel 4. Hasil *Quantitative Screening*

Indeks Syariah	Tahun	Debt ratio		Interest ratio		Liquidity ratio		Non-permissible Ratio		Hasil Akhir
		V	X	V	X	V	X	V	X	
ISSI	2014	166	219	-	-	-	-	378	7	161
	2015	162	223	-	-	-	-	378	7	157
	2016	174	211	-	-	-	-	380	5	169
FTSE	2014	100	285	380	5	350	35	366	19	80
	2015	99	286	382	3	358	27	365	20	76
	2016	106	279	380	5	354	31	373	12	85
MSCI	2014	100	285	363	22	286	99	366	19	60
	2015	99	286	369	16	300	85	365	20	58
	2016	106	279	369	16	296	89	373	12	63
DJIM	2014	120	265	326	59	198	187	366	10	94
	2015	111	274	321	64	201	184	365	20	84
	2016	105	280	309	76	195	190	373	12	83
S&P	2014	166	269	326	59	195	190	385	0	95
	2015	107	278	324	61	203	182	385	0	90
	2016	108	277	313	72	204	181	385	0	88

Keterangan: V adalah jumlah yang lolos *screening*; X adalah jumlah yang tidak lolos *screening*

Sumber: Data Diolah (2018)

Tabel 4 menunjukkan hasil *quantitative screening* dari kelima indeks beserta jumlah perusahaan yang sesuai kualifikasi atau tidak dari setiap rasio. Dari kelima indeks syariah tersebut, *Islamic stock screening* ISSI kembali menjadi standar yang paling banyak menghasilkan jumlah portofolio. Hal ini dikarenakan ISSI hanya menggunakan 2 rasio keuangan pada tahapan ini.

Rasio keuangan yang paling banyak mengeliminasi saham adalah *debt ratio*, kemudian diikuti oleh *liquidity ratio*. Nilai *debt ratio* yang tinggi mengindikasikan tingkat *leverage* yang tinggi yang dapat dimaknai sebagai sinyal negatif terhadap investasi. Dari sudut pandang keuangan syariah, yang dilarang bukan hanya menerima pendapatan bunga tetapi pembayaran bunga juga dilarang. Mayoritas perusahaan yang terdapat di Bursa Efek Indonesia mendapatkan pinjaman yang berbasis bunga. Hal inilah yang menyebabkan banyak perusahaan yang gugur dalam perhitungan *debt ratio*. Dalam sudut pandang keuangan syariah dan konvensional sama- sama sepakat bahwa nilai *debt ratio* yang rendah jauh lebih baik, berbeda halnya dengan *liquidity ratio*. Dalam sudut pandang konvensional, *liquidity ratio* yang tinggi menunjukkan sinyal positif, dapat dimaknai perusahaan memiliki kemampuan menutupi kewajiban jangka pendeknya dengan lebih mudah dibandingkan perusahaan yang memiliki *liquidity ratio* rendah. Tetapi dalam perspektif keuangan syariah, keuntungan seharusnya diperoleh hanya dari aset *illiquid* atau aset tetap, sehingga nilai *liquid asset* yang rendah menunjukkan

perusahaan tidak mengandalkan pendapatan melalui perdagangan uang karena hal ini dilarang dalam syariah.

Social screening akan dinilai melalui dua indikator, yakni *charitable giving* dan *environment*. Indikator *charitable giving* diukur dengan membandingkan jumlah *corporate social responsibility* dengan laba sebelum pajak. Indikator *environment* diukur melalui tingkat ketaatan terhadap kebijakan lingkungan menggunakan keputusan Menteri Lingkungan Hidup mengenai hasil penilaian peringkat kinerja perusahaan dalam pengelolaan lingkungan hidup.

Tabel 5. Perbandingan Hasil *Screening* sebelum dan sesudah penambahan indikator *social environment index*

Standar	Sebelum Penambahan <i>Social Environment Index</i>			Sesudah penambahan <i>Social Environment Index</i>		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016
ISSI	161	157	169	26	29	33
FTSE	80	76	85	15	12	16
MSCI	60	58	63	8	9	10
DJIM	94	84	83	14	11	12
S&P	95	90	88	12	12	11

Sumber: Data Diolah (2018)

Tabel 5 menunjukkan hasil *screening* sebelum dan sesudah dilakukan penambahan seleksi saham yakni *social environment index*. ISSI mengalami penurunan jumlah emiten pada tahun 2014, 2015 dan 2016 secara berturut-turut yakni 83%, 81%, dan 80%. FTSE mengalami penurunan pada tahun 2014, 2015 dan 2016 secara berturut-turut yakni 81%, 84%, dan 81%. MSCI mengalami penurunan pada tahun 2014, 2015 dan 2016 secara berturut-turut yakni 86%, 84%, dan 84%. DJIM mengalami penurunan pada tahun 2014, 2015 dan 2016 secara berturut-turut yakni 85%, 86%, dan 85%. S&P mengalami penurunan pada tahun 2014, 2015 dan 2016 secara berturut-turut yakni 87%, 86%, dan 87%.

Perbedaan yang telah diuraikan terjadi karena banyak perusahaan yang gagal pada indikator *charitable giving*. Nilai *charitable giving* perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia masih banyak yang kurang dari 0,7%. Faktor lainnya adalah masih banyak perusahaan yang tidak mengungkapkan nilai *corporate social responsibility* pada laporan tahunan ataupun laporan keuangan, sehingga hal ini membuat tidak bisa dilakukannya tambahan *screening* atas perusahaan tersebut (tertolak). Indikator *environment* tidak menjadi hambatan bagi perusahaan yang mengikuti seleksi saham, dikarenakan tidak ada satu pun perusahaan yang mendapatkan nilai *poor*.

Tabel 6
ANOVA

SHARPE	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	8.139	4	2.035	7.623	.000
Within Groups	379.561	1422	.267		
Total	387.701	1426			

Tabel 7
ANOVA

TEYNOR	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	.261	4	.065	.102	.982
Within Groups	884.006	1381	.640		
Total	884.267	1385			

Tabel 8
ANOVA

JENSEN ALPHA	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	.005	4	.001	.023	.999
Within Groups	71.016	1436	.049		
Total	71.020	1440			

Tabel 9
Paired Samples T-Test

		N	Mean	Sig.
Pair 1	SHARPE SBL & SHARPE SSD	230	0.029	.945
Pair 2	TEYNOR SBL & TEYNOR SSD	230	0.045	.613
Pair 3	JENSEN ALPHA SBL & ALPHA SSD	230	-0.020	.220

Tabel 6, 7, dan 8 menunjukkan bahwa kinerja antar portofolio dengan menerapkan *Islamic stock screening* (ISSI, FTSE, DJIM, MSCI dan S&P) yang diukur menggunakan model Sharpe secara statistik signifikan berbeda. Perbandingan kinerja antar portofolio yang diukur menggunakan metode Teynor dan Jensen Alpha menunjukkan tidak terdapat perbedaan signifikan. Hasil uji perbedaan ini menunjukkan penerapan standar *Islamic stock screening* mempengaruhi nilai kinerja portofolio, terutama pada kinerja portofolio yang diukur menggunakan model Sharpe. Secara keseluruhan, MSCI memiliki kinerja portofolio paling baik pada rasio Sharpe (0.160266), ISSI pada rasio Teynor (0.0217367) dan S&P pada Jensen Alpha (-0.00313).

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Hasan dan Antoniou (2006) bahwa kinerja *Dow Jones Islamic Market Index* (DJIM) mengungguli kinerja *Datastream Global Index* (DGI) menggunakan perhitungan Sharpe, Teynor, dan Jensen Alpha.

Tabel 9 menunjukkan tidak terdapat perbedaan signifikan kinerja portofolio sebelum dan sesudah penambahan indikator *social environment index* pada ketiga perhitungan kinerja (Sharpe, Treynor dan Jensen Alpha). Artinya penambahan indikator *social environment index* pada tahapan seleksi saham tidak berpengaruh terhadap kinerja portofolio. Nilai kinerja portofolio sebelum penambahan indikator *social environment index* lebih besar dibandingkan dengan kinerja portofolio sesudah penambahan indikator *social environment index*. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian (Jones, Laan, Frost, & Loftus, 2008) bahwa portofolio dengan kriteria *socially responsible investment* (SRI) berkinerja lebih buruk dibanding dengan kinerja pasar karena terbatasnya potensi diversifikasi SRI.

5. SIMPULAN DAN SARAN

Penelitian ini bertujuan mengetahui perbedaan penerapan beberapa standar *Islamic stock screening* pada pengukuran kinerja portofolio serta perbedaan kinerja portofolio sebelum dan sesudah penambahan indikator *social environment index*. Kesimpulan dari penelitian ini diperoleh dari hasil pengujian statistik menggunakan SPSS 23 dengan jenis pengujian *one-way ANOVA* dan *paired samples t-test* pada tingkat signifikansi sebesar 5%. Kesimpulan yang dapat diambil berdasarkan hasil penelitian ini adalah sebagai berikut:

- *Islamic stock screening* yang berbeda akan menghasilkan jumlah portofolio yang berbeda. Hal ini dikarenakan perbedaan indikator dalam setiap tahapan *screening*. Standar *Islamic stock screening* ISSI menjadi salah standar yang paling banyak menghasilkan jumlah portofolio.
- Penerapan standar *Islamic stock screening* mempengaruhi nilai kinerja portofolio yang diukur menggunakan model Sharpe.
- Indikator *social environment index* sebagai tambahan indikator pada tahapan seleksi saham tidak berpengaruh terhadap kinerja portofolio, baik menggunakan rasio Sharpe, Treynor dan Jensen Alpha.

DAFTAR PUSTAKA

Ashraf, D., & Khawaja, M. (2016). Does the Shariah screening process matter? Evidence from Shariah compliant portfolios. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 132, 77–92. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jebo.2016.10.003>

- Ashraf, D., & Mohammad, N. (2014). Matching perception with the reality—Performance of Islamic equity investments. *Pacific-Basin Finance Journal*, 28, 175–189. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2013.12.005>
- BinMahfouz, S. S. (2012). *Investment Characteristics of Islamic Investment Portfolios: Evidence from Saudi Mutual Funds and Global Indices*. Durham Thesis. Durham University.
- Derigs, U., & Marzban, S. (2008). Review and analysis of current Shariah-compliant equity screening practices. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 1(4), 285–303. <https://doi.org/https://doi.org/10.1108/17538390810919600>
- Derigs, U., & Marzban, S. (2009). New strategies and a new paradigm for Shariah-compliant portfolio optimization. *Journal of Banking & Finance*, 33(6), 1166–1176. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2008.12.011>
- Engkuchik, E. N. S. (2016). A Review of Securities Commission of Malaysia's Revised Shariah Stock-Screening Criteria. *Journal of Islamic Banking and Finance*, 4(1), 71–80. <https://doi.org/https://doi.org/10.15640/jibf.v4n1a8>
- Firmansyah, E. A. (2017). Seleksi Saham Syariah: Perbandingan antara Bursa Efek Indonesia dan Malaysia. *Jurnal Inspirasi Bisnis Dan Manajemen*, 1(1), 1–10. Retrieved from <http://jurnal.unswagati.ac.id/index.php/jibm>
- Ghozali, I. (2016). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 21* (8th ed.). Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Ho, C. S. F. (2015). International comparison of Shari'ah compliance screening standards. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 8(2), 222–245.
- Ho, C. S. F., Rahman, N. A. A., Yusuf, N. H. M., & Zamzamin, Z. (2014). Performance of global Islamic versus conventional share indices: International evidence. *Pacific-Basin Finance Journal*, 28(C), 110–121. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2013.09.002>
- Jensen, M. (1968). The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964. *The Journal of Finance*, 23(2), 389–416. Retrieved from <https://econpapers.repec.org/RePEc:bla:jfinan:v:23:y:1968:i:2:p:389-416>
- Jogiyanto, H. M. (2003). *Teori portofolio dan analisis investasi*. Yogyakarta: BPFE.
- Jones, S., Laan, S. van der, Frost, G., & Loftus, J. (2008). The investment performance of socially responsible investment funds in Australia. *Journal of Business Ethics*, 80(2), 181–203. <https://doi.org/10.1007/s10551-007-9412-6>
- Kasi, U., & Muhammad, J. (2016). Strict and Uniform Shariah Screening Methodologies in Selected Asian Countries in Comparison with the United States. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 8(1), pp.38-76. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 8(1). <https://doi.org/https://doi.org/10.5296/ajfa.v8i1.8410>
- Khan, M. A. (2018). Methodology of Islamic Economics From Islamic Teachings to Islamic Economics. *Turkish Journal of Islamic Economics*, 5(1), 35–61. <https://doi.org/DOI: 10.26414/tujise.2018.5.1. 35-61>
- Khatkhatay, M. ., & Nisar, S. (2007). Shariah compliant equity investments: An assessment of current screening norms. *Islamic Economic Studies*, 15(1), 47–76.
- Mahfooz, S. bin, & Ahmed, H. (2014). Shariah investment screening criteria: a critical review. *JKAU: Islamic Econ*, 27(1), 111–145. <https://doi.org/DOI: 10.4197 / Islec. 27-1.1>

- Marzban, S., & Asutay, M. (2012). The Impact of Asset-based versus Market Capitalization-based Shari'ah Screening on US and Japanese Equities: An Empirical Analysis. *Asian and African Area Studies*, 11(2), 151–165.
- Obaidullah, M. (2005). *Islamic Financial Services*. Jeddah: Scientific Publishing Center, King Abdul Aziz University.
- Rahman, A. A., Yahya, M. A., & Nasir, M. H. M. (2010). Islamic Norms for Stock Screening a Comparison Between the Kuala Lumpur Stock Exchange Islamic Index and the Dow Jones Islamic Market Index. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 3(3), 228–240.
- Rethel, L., & Abdalloh, I. (2015). Cultivating Ethical Behaviour in Market Transaction? The Case of The Sharia Online Trading System in Indonesia. In G. Lovink, N. Tkacz, & P. de Vries, eds. *Moneylab Reader: An Intervention in Digital Economy* (pp. 104–116). Amsterdam: Institute of Network Cultures.
- Rizaldy, M. R., & Ahmed, H. (2019). Islamic legal methodologies and Shariah screening standards: Application in the Indonesian stock market. *Thunderbird International Business Review*, 1–13. <https://doi.org/https://doi.org/10.1002/tie.22042>
- Sekaran, U., & Bougie, R. (2017). *Metode Penelitian untuk Bisnis: Pendekatan Pengembangan-Keahlian* (6th ed.). Jakarta: Salemba Empat.
- Sharpe, W. F. (1965). Mutual Fund Performance. *The Journal of Business*, 39, 119–138. <https://doi.org/DOI: 10.1086/294846>
- Treynor, J. L. (1965). How to rate management of investment funds. *Harvard Business Review*, 43(1), 63–75.
- Yatim, P., Kent, P., & Clarkson, P. (2006). Governance structures, ethnicity and audit fees of Malaysian listed firms. *Managerial Auditing Journal*, 21(7), 757–782. <https://doi.org/DOI: 10.1108/02686900610680530>