



Research Article

Integrasi ESG-Syariah sebagai Determinan Superioritas Kinerja Saham: Bukti dari Jakarta Islamic Index 2024-2025

Sigit Santoso¹, Budi Sukardi²

1. Universitas Islam Negeri Raden Mas Said Surakarta, Indonesia
E-mail: sigit.himura@gmail.com 
2. Universitas Islam Negeri Raden Mas Said Surakarta, Indonesia
E-mail: budi.sukardi@staff.uinsaid.ac.id



Copyright © 2026 by Authors, Published by AL-AFKAR: Journal For Islamic Studies. This is an open access article under the CC BY License (<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0>).

Received : April 22, 2026
Accepted : June 23, 2026

Revised : May 24, 2026
Available online : July 25, 2026

How to Cite: Sigit Santoso and Budi Sukardi. (2026) "ESG-Sharia Integration as a Determinant of Stock Performance Superiority: Evidence from the Jakarta Islamic Index 2024-2025", *al-Afkar, Journal For Islamic Studies*, 9(3), pp. 966–986. doi: 10.31943/afkarjournal.v9i3.2406.

ESG-Sharia Integration as a Determinant of Stock Performance Superiority: Evidence from the Jakarta Islamic Index 2024-2025

Abstract. This study aims to analyze the performance of sharia stocks included in the Jakarta Islamic Index (JII) on the Indonesia Stock Exchange during the 2024-2025 period. The phenomenon of sharia capital market growth reaching 22.81% year-to-date in August 2025 demonstrates the crucial role of Islamic principle-based investment in facing global market volatility. Using a quantitative approach, this research evaluates returns, volatility, and factors influencing sharia stock performance through analysis of five selected stocks (BRIS, UNVR, TLKM, ANTM, ADRO) from December 2024 to May 2025. The results indicate that sharia stocks in JII offer competitive returns with varying volatility, where TLKM shows the lowest volatility (8.39%) while ANTM and UNVR exhibit high volatility (21.26% and

29,41%). A surprising finding reveals that sharia stocks with lower volatility do not always provide optimal returns, yet offer superior stability compared to conventional stocks, especially during economic uncertainty. This study contributes a new perspective that integration of sharia compliance with ESG sustainability has proven to enhance long-term financial performance, challenging the conventional view that ethical investment sacrifices profitability. The research implications provide strategic recommendations for investors to diversify portfolios based on risk-adjusted returns, regulators to strengthen the ESG-Sharia framework, and issuers to increase sharia governance transparency to optimize the competitiveness of Indonesia's sharia capital market.

Keywords: ESG, Stock Performance Superiority, Jakarta Islamic Index

Abstrak. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis kinerja saham syariah yang termasuk dalam Indeks Saham Syariah Jakarta (JII) di Bursa Efek Indonesia selama periode 2024-2025. Fenomena pertumbuhan pasar modal syariah yang mencapai 22,81% year-to-date pada Agustus 2025 menunjukkan peran penting investasi berbasis prinsip Islam dalam menghadapi volatilitas pasar global. Dengan menggunakan pendekatan kuantitatif, penelitian ini mengevaluasi return, volatilitas, dan faktor-faktor yang memengaruhi kinerja saham syariah melalui analisis lima saham terpilih (BRIS, UNVR, TLKM, ANTM, ADRO) dari Desember 2024 hingga Mei 2025. Hasil penelitian menunjukkan bahwa saham syariah di JII menawarkan return yang kompetitif dengan volatilitas yang bervariasi, di mana TLKM menunjukkan volatilitas terendah (8,39%) sedangkan ANTM dan UNVR menunjukkan volatilitas tinggi (21,26% dan 29,41%). Temuan yang mengejutkan menunjukkan bahwa saham syariah dengan volatilitas rendah tidak selalu memberikan return optimal, namun menawarkan stabilitas yang lebih unggul dibandingkan saham konvensional, terutama selama ketidakpastian ekonomi. Studi ini memberikan perspektif baru bahwa integrasi kepatuhan syariah dengan keberlanjutan ESG telah terbukti meningkatkan kinerja keuangan jangka panjang, menantang pandangan konvensional bahwa investasi etis mengorbankan profitabilitas. Implikasi penelitian memberikan rekomendasi strategis bagi investor untuk melakukan diversifikasi portofolio berdasarkan pengembalian yang disesuaikan dengan risiko, bagi regulator untuk memperkuat kerangka kerja ESG-Syariah, dan bagi emiten untuk meningkatkan transparansi tata kelola syariah guna mengoptimalkan daya saing pasar modal syariah Indonesia.

Kata Kunci: ESG, Keunggulan Kinerja Saham, Indeks Islam Jakarta

PENDAHULUAN

Investasi saham syariah mengalami pertumbuhan eksponensial yang menjadikannya fenomena krusial dalam lanskap keuangan Indonesia kontemporer. Hingga Agustus 2025, Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) mencatatkan pertumbuhan spektakuler sebesar 22,81% year-to-date (ytd) mencapai level 264,83, melampaui kinerja Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yang hanya tumbuh 9,32% dalam periode yang sama (Puspadini, 2025). Kapitalisasi pasar modal syariah mencapai Rp 8.856,95 triliun atau setara 62,55% dari total kapitalisasi pasar modal Indonesia, dengan 670 saham syariah mewakili 66,8% dari seluruh saham tercatat di Bursa Efek Indonesia. Pertumbuhan ini tidak lepas dari kesadaran masyarakat Indonesia yang mayoritas Muslim akan pentingnya berinvestasi sesuai prinsip Islam yang menghindari unsur *riba*, *gharar* (ketidakpastian berlebihan), dan aktivitas bisnis haram seperti perjudian atau alkohol. Jakarta Islamic Index (JII) sebagai indeks tertua dan paling representatif yang terdiri dari 30 saham syariah dengan likuiditas tinggi dan kinerja fundamental solid, menjadi barometer utama kesehatan pasar modal

syariah Indonesia yang terus berkembang di tengah dinamika ekonomi global yang penuh ketidakpastian.

Literatur akademik terkait kinerja saham syariah menunjukkan kecenderungan utama namun dengan kesenjangan signifikan yang perlu dijawab. Pertama, studi-studi sebelumnya cenderung fokus pada perbandingan kinerja syariah versus konvensional tanpa mengeksplorasi dinamika internal portofolio syariah secara mendalam. Penelitian Suryadi dkk. (2021) dan Qoyum dkk. (2021) menunjukkan bahwa saham syariah memiliki risiko lebih rendah dengan *return* yang kompetitif, namun belum menganalisis variasi kinerja antar sektor dan karakteristik volatilitas spesifik dalam kondisi pasar yang berbeda. Aspek integrasi *Environmental, Social, dan Governance* (ESG) dengan kepatuhan syariah sebagai determinan kinerja masih terabaikan dalam konteks Indonesia, padahal Zuraida & Husin (2022) dan Loang & Candra (2025) membuktikan bahwa sinergi keberlanjutan dan syariah meningkatkan ROA, ROE, dan laba bersih secara signifikan. Dari gambaran tersebut tampak bahwa studi yang ada kurang mengintegrasikan analisis volatilitas *real-time* dengan faktor makroekonomi dan geopolitik, serta belum menyediakan framework komprehensif yang menghubungkan kepatuhan syariah, manajemen risiko, dan optimasi portofolio berbasis matrik terkini.

Penelitian ini bertujuan untuk mengisi kekurangan studi terkait dengan menyediakan analisis komprehensif mengenai kinerja saham syariah JII periode 2024-2025 yang mencakup dimensi *return*, volatilitas, dan faktor penentu kinerja dalam konteks dinamika pasar terkini. Sikap kritis terhadap asumsi bahwa investasi syariah selalu berkinerja inferior dibandingkan konvensional perlu diuji secara empiris dengan data terbaru yang mencerminkan kondisi pasca-pemulihan pandemi dan dinamika geopolitik global. Secara khusus, studi ini bertujuan untuk: (1) menganalisis pola *return* bulanan dan tingkat volatilitas lima saham pilihan JII periode Desember 2024-Mei 2025, (2) membandingkan kinerja risk-adjusted *return* saham syariah dengan benchmark indeks konvensional, (3) mengidentifikasi faktor internal (fundamental perusahaan, struktur tata kelola syariah) dan eksternal (kondisi makroekonomi, sentimen pasar, integrasi ESG) yang mempengaruhi kinerja saham syariah, dan (4) merumuskan implikasi strategis bagi investor, regulator, dan emiten untuk optimasi pasar modal syariah berkelanjutan. Dengan pendekatan kuantitatif dan analisis data *real-time* dari sumber terpercaya (idx.co.id, OJK), penelitian ini diharapkan memperkaya pemahaman tentang mekanisme kinerja saham syariah dalam kerangka teoritis dan praktis yang aplikatif.

Studi ini didasarkan pada argumen bahwa saham syariah dalam JII tidak hanya memenuhi kriteria kehalalan, tetapi juga menawarkan superioritas dalam stabilitas dan ketahanan terhadap guncangan pasar dibandingkan saham konvensional, dengan volatilitas yang lebih terkendali dan *return* yang kompetitif ketika disesuaikan dengan risiko. Asumsi fundamental adalah bahwa mekanisme screening syariah yang ketat, membatasi rasio utang berbasis bunga maksimal 45% dari total aset, pendapatan bunga maksimal 10% dari total pendapatan, dan aktivitas non-halal maksimal 10% menciptakan seleksi alamiah terhadap perusahaan dengan fundamental solid, struktur keuangan konservatif, dan model bisnis berkelanjutan. Integrasi prinsip syariah dengan praktik ESG membentuk *dual screening effect* yang

memperkuat kualitas portofolio dan mitigasi risiko. Dengan demikian, diskusi tentang investasi syariah harus melampaui aspek kehalalan semata dan menyentuh dimensi strategis manajemen risiko, optimasi portofolio, dan pembangunan ekosistem pasar modal yang tangguh dan inklusif.

TINJAUAN PUSTAKA

Konseptualisasi Saham Syariah dan Prinsip Investasi Islam

Saham syariah merupakan instrumen investasi yang mewakili kepemilikan dalam perusahaan yang menjalankan kegiatan bisnis sesuai prinsip-prinsip syariah Islam, yakni bebas dari aktivitas yang dilarang seperti *riba* (bunga), *maysir* (perjudian), *gharar* (ketidakpastian berlebihan), serta industri haram seperti minuman keras, perjudian, dan bisnis berbasis *riba* (Hersugondo dkk., 2022). Berbeda dengan saham konvensional yang hanya mempertimbangkan aspek profitabilitas, saham syariah menjalani proses dual screening yang ketat: screening kualitatif terhadap aktivitas bisnis dan screening kuantitatif terhadap struktur keuangan perusahaan (Adam dkk., 2021). Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) menetapkan kriteria bahwa perusahaan yang masuk kategori syariah harus memiliki rasio utang berbasis bunga maksimal 45% dari total aset, rasio pendapatan bunga maksimal 10% dari total pendapatan, dan rasio pendapatan non-halal maksimal 10% (Arifah & Hudayati, 2023). Prinsip utama investasi syariah adalah menghindari *riba* dalam segala bentuknya, menolak spekulasi berlebihan yang merugikan (*gharar* dan *maysir*), serta mengedepankan keadilan dan transparansi dalam transaksi (Noval & Ardianto, 2025). Konsep profit-loss sharing dan asset-backed financing menjadi karakteristik pembeda yang menjadikan investasi syariah lebih berorientasi pada nilai riil ekonomi dibanding spekulasi finansial semata (Suryadi dkk., 2021).

Jakarta Islamic Index (JII) sebagai Benchmark Pasar Modal Syariah Indonesia

Jakarta Islamic Index (JII) merupakan indeks saham syariah tertua di Indonesia yang diluncurkan pada 3 Juli 2000, terdiri dari 30 saham perusahaan dengan kapitalisasi besar, likuiditas tinggi, dan telah lulus screening syariah DSN-MUI (Listyaningsih & Krishnamurti, 2017). Metodologi seleksi JII melibatkan dua tahap: pertama, screening syariah berdasarkan kriteria DSN-MUI yang mengeliminasi perusahaan dengan aktivitas haram atau struktur keuangan yang tidak sesuai syariah; kedua, ranking berdasarkan kapitalisasi pasar dan likuiditas transaksi untuk memilih 30 saham teratas (Kurniawan, 2020). Review berkala setiap enam bulan memastikan bahwa saham-saham dalam JII tetap memenuhi standar kepatuhan syariah dan likuiditas pasar. Berbagai studi menunjukkan karakteristik unik JII: Suryadi dkk. (2021) menemukan JII memiliki rasio Sharpe lebih rendah namun volatilitas juga lebih rendah dibanding indeks konvensional IDX30; Qoyum dkk. (2021) membuktikan portofolio SRI-Islam (kombinasi kriteria *Socially Responsible Investment* dan syariah) mengungguli portofolio konvensional terutama dalam kondisi pasar bearish; Fianto dkk. (2025) mengidentifikasi bahwa risiko geopolitik berdampak signifikan namun JII menunjukkan resiliensi superior melalui mekanisme diversifikasi sektoral. Listyaningsih & Krishnamurti (2017) dalam analisis krisis finansial global 2008

menemukan bahwa volume perdagangan JII mengalami perubahan lebih kecil dibanding saham non-syariah, menunjukkan stabilitas tinggi di bawah tekanan pasar ekstrem.

Metrik Kinerja Return, Volatilitas, dan Risk-Adjusted Performance

Pengukuran kinerja saham syariah memerlukan metrik komprehensif yang menangkap dimensi return absolut, risiko (volatilitas), dan return yang disesuaikan dengan risiko (risk-adjusted return). Return bulanan dihitung sebagai persentase perubahan harga penutupan: $\text{Return} = [(P_t - P_{t-1})/P_{t-1}] \times 100\%$, dimana P_t adalah harga pada periode t . Volatilitas sebagai ukuran risiko dihitung menggunakan standar deviasi return bulanan: $\sigma = \sqrt{[\sum (R_i - \bar{R})^2 / (n-1)]}$, yang menggambarkan fluktuasi atau dispersi return dari nilai rata-ratanya (Hersugondo dkk., 2022). Volatilitas tinggi menandakan risiko investasi besar namun juga peluang return tinggi, sementara volatilitas rendah mengindikasikan stabilitas namun potensi return terbatas (Rizqi Febriandika dkk., 2023). Risk-adjusted return diukur menggunakan: (a) Rasio Sharpe = $(R_p - R_f)/\sigma_p$, mengukur excess return per unit risiko total; (b) Rasio Treynor = $(R_p - R_f)/\beta_p$, mengukur excess return per unit risiko sistematis; (c) Alpha Jensen = $R_p - [R_f + \beta_p(R_m - R_f)]$, mengukur excess return relatif terhadap CAPM (Andawaningtyas dkk., 2024; Suryadi dkk., 2021). Studi empiris menunjukkan bahwa portofolio syariah cenderung memiliki rasio Treynor superior namun rasio Sharpe lebih rendah dibanding konvensional, mengindikasikan bahwa saham syariah lebih efisien dalam mengelola risiko sistematis (market risk) namun masih menghadapi risiko unsystematic yang perlu dimitigasi melalui diversifikasi (Nugroho dkk., 2017).

Faktor-Faktor Determinan Kinerja Saham Syariah: Internal dan Eksternal

Kinerja saham syariah dipengaruhi oleh kompleksitas faktor internal dan eksternal yang saling berinteraksi. Faktor internal mencakup: (1) Kinerja fundamental perusahaan yaitu ROA, ROE, laba bersih, dan efisiensi operasional menentukan kemampuan perusahaan menghasilkan *return* bagi investor (Ferriswara dkk., 2022; Parmitasari, 2016); (2) Struktur kepemilikan adalah kepemilikan institusional dominan di perusahaan JII berdampak positif pada kebijakan dividen namun berpotensi negatif terhadap nilai perusahaan melalui konflik keagenan (Subing dkk., 2019); (3) Tata kelola syariah dan dewan pengawas syariah (DPS) yaitu keberadaan DPS yang berkualitas meningkatkan transparansi, mitigasi risiko, dan kualitas pengungkapan ESG, meskipun dampak langsung terhadap kinerja finansial bersifat kompleks dan kontekstual (Sueb dkk., 2022). Faktor eksternal meliputi: (1) Kondisi makroekonomi yaitu GDP, inflasi, nilai tukar Rupiah, dan harga komoditas (minyak, emas) menjadi determinan signifikan return dan volatilitas JII; apresiasi Rupiah cenderung meningkatkan return sementara inflasi tinggi meningkatkan volatilitas (Adam dkk., 2021; Antonio dkk., 2021; Fianto dkk., 2025; Widarjono dkk., 2021); (2) Risiko geopolitik yaitu ancaman geopolitik mengurangi return JII melalui meningkatnya risk aversion investor, sementara tindakan geopolitik aktual memiliki efek beragam tergantung diversifikasi sektoral (Oad Rajput dkk., 2024); (3) Sentimen investor dan perilaku herding yaitu volume pencarian google dan indeks kepercayaan konsumen berdampak positif pada likuiditas; perilaku herding meningkat drastis saat

krisis (COVID-19) terutama di pasar bearish namun menurun saat kondisi stabil (Musnadi dkk., 2024; Rizal & Damayanti, 2019); (4) Integrasi ESG dan keberlanjutan, dimana studi terbaru membuktikan hubungan positif kuat antara praktik ESG-sustainability dengan kinerja finansial (ROA, ROE, net profit) di perusahaan JII, terutama ketika dikombinasikan dengan tata kelola syariah yang solid (Qoyum dkk., 2022; Zuraída & Husin, 2022).

Keunggulan Komparatif Saham Syariah: Stabilitas, Resiliensi, dan Ketahanan Krisis

Berbagai studi empiris menunjukkan bahwa saham syariah memiliki keunggulan komparatif dalam hal stabilitas dan ketangguhan terhadap guncangan pasar. Musnadi dkk. (2024) dan Rizal & Damayanti (2019) menemukan bahwa selama pandemi COVID-19, JII menunjukkan perilaku herding asimetris yang lebih jelas di pasar bearish namun tidak persisten saat kondisi stabil, mengindikasikan kemampuan koreksi diri yang baik. Nugroho dkk. (2017) membuktikan portofolio JII tidak mengalami penurunan kinerja signifikan selama pandemi dan menunjukkan ketahanan superior terhadap tekanan jual dibanding saham konvensional. Listyaningsih & Krishnamurti (2017) menganalisis krisis finansial 2008 dan menemukan volume perdagangan JII mengalami perubahan lebih kecil, menunjukkan stabilitas superior. Modjo dkk. (2025) dan Hindasah dkk. (2024) mengidentifikasi bahwa kepatuhan syariah yang ketat berfungsi sebagai sinyal tata kelola dan etika kuat, meningkatkan resiliensi krisis; kepemilikan institusional/asing dan kinerja keuangan solid mengurangi kerugian saat krisis. Subekti dkk. (2022) membuktikan model optimasi portofolio syariah-compliant mengungguli model konvensional selama pandemi. Qoyum dkk. (2021) dan Wu dkk. (2017) menunjukkan portofolio SRI-Islam pulih lebih cepat dan berkinerja lebih baik dibanding konvensional saat downturn. Faktor-faktor yang menjelaskan resiliensi ini adalah screening syariah yang membatasi leverage berlebihan sehingga mengurangi risiko default; seleksi terhadap perusahaan dengan fundamental solid dan model bisnis berkelanjutan; serta kultur investor syariah yang cenderung long-term oriented dan kurang reaktif terhadap sentimen jangka pendek (Erragragui & Revelli, 2016).

METODE PENELITIAN

Unit analisis penelitian ini adalah lima saham syariah pilihan yang secara konsisten terdaftar dalam Jakarta Islamic Index (JII) periode Desember 2024 hingga Mei 2025, yakni: (1) BRIS - PT Bank Syariah Indonesia Tbk, mewakili sektor keuangan syariah; (2) UNVR - PT Unilever Indonesia Tbk, mewakili sektor barang konsumsi; (3) TLKM - PT Telkom Indonesia (Persero) Tbk, mewakili sektor infrastruktur telekomunikasi; (4) ANTM - PT Aneka Tambang Tbk, mewakili sektor pertambangan dan energi; (5) ADRO - PT Adaro Energy Indonesia Tbk, mewakili sektor batubara. Pemilihan kelima saham ini didasarkan pada pertimbangan bahwa mereka mewakili diversifikasi sektoral yang luas, memiliki kapitalisasi pasar besar, likuiditas perdagangan tinggi, dan konsistensi kepatuhan syariah yang terjaga sepanjang periode pengamatan. Kelima saham ini juga mencerminkan karakteristik volatilitas yang bervariasi dari yang sangat stabil (TLKM) hingga yang sangat volatil (ANTM,

UNVR) sehingga memberikan gambaran komprehensif tentang dinamika kinerja portofolio JII. Alasan akademis pemilihan unit analisis ini adalah untuk memahami pola kinerja multi-sektor dalam konteks pasar modal syariah Indonesia periode pemulihan pasca-pandemi dan menghadapi dinamika makroekonomi global 2024-2025, serta menguji apakah pola volatilitas dan return yang diamati konsisten dengan teori keuangan Islam dan temuan studi internasional.

Penelitian ini menggunakan desain kuantitatif dengan pendekatan deskriptif-analitis untuk mengeksplorasi dan menganalisis kinerja saham syariah JII secara komprehensif. Pendekatan kuantitatif dipilih karena memungkinkan pengukuran objektif terhadap variabel kinerja (return dan volatilitas) serta analisis hubungan kausalitas antara faktor-faktor determinan dengan kinerja saham menggunakan metode statistik yang valid dan reliabel. Desain deskriptif-analitis memfasilitasi dua tahap analisis: (1) Tahap Deskriptif mendeskripsikan pola return bulanan, tingkat volatilitas, dan distribusi kinerja lima saham pilihan periode Desember 2024-Mei 2025 menggunakan statistik deskriptif (mean, standar deviasi, range); (2) Tahap Analitis menganalisis hubungan dan perbedaan kinerja antar saham/sektor, membandingkan dengan benchmark indeks (IHSG, JII70), serta mengidentifikasi faktor-faktor yang signifikan mempengaruhi kinerja melalui analisis korelasi dan regresi sederhana. Alasan akademis pemilihan desain ini adalah untuk menjembatani gap antara studi deskriptif murni yang hanya melaporkan pola tanpa analisis mendalam, dengan studi inferensial kompleks yang memerlukan dataset longitudinal besar. Desain ini optimal untuk periode observasi 6 bulan dengan 5 unit analisis, memberikan keseimbangan antara kedalaman analisis dan keterbatasan data, serta memungkinkan triangulasi temuan dengan literatur teoritis dan studi empiris sebelumnya untuk validasi eksternal.

Sumber data utama penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dari sumber terpercaya dan terverifikasi. Data primer kinerja saham meliputi: (1) Harga penutupan harian (closing price) lima saham pilihan periode 1 Desember 2024 hingga 1 Mei 2025, diperoleh dari portal resmi Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id) dan Yahoo Finance; (2) Data indeks JII, JII70, dan IHSG periode yang sama sebagai benchmark perbandingan, diperoleh dari idx.co.id dan Bloomberg; (3) Data kapitalisasi pasar, volume perdagangan, dan rasio keuangan (ROA, ROE, DER, EPS, PBV) dari laporan keuangan kuartalan perusahaan yang dipublikasikan di idx.co.id dan situs investor relations masing-masing emiten. Data sekunder juga mencakup: (1) Laporan statistik pasar modal syariah dari Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dan Bank Indonesia; (2) Data makroekonomi (inflasi, BI rate, nilai tukar, GDP) dari Badan Pusat Statistik (BPS) dan Bank Indonesia. Alasan akademis penggunaan data sekunder adalah untuk memastikan objektivitas, akurasi, dan replikabilitas penelitian, serta memanfaatkan sumber data berkualitas tinggi yang telah diaudit dan dipublikasikan oleh otoritas resmi. Kombinasi data harga saham real-time dengan laporan statistik dan makroekonomi memberikan triangulasi metodologis yang memperkuat validitas temuan dan memungkinkan komparasi dengan studi internasional terkini.

Metode pengumpulan data yang digunakan adalah desk research (penelitian kepustakaan) dan data mining digital melalui portal resmi pasar modal. Proses pengumpulan data dilaksanakan dalam empat tahap sistematis: Tahap 1: Identifikasi

dan validasi sumber yaitu mengidentifikasi sumber data resmi (idx.co.id, ojk.go.id, bi.go.id) yang kredibel dan terverifikasi; validasi keabsahan sumber melalui cross-checking dengan multiple sources untuk memastikan konsistensi data. Tahap 2: Ekstraksi data harga saham yaitu mengunduh data harga penutupan harian kelima saham pilihan periode Desember 2024-Mei 2025 dari idx.co.id dalam format spreadsheet; melakukan cleansing data untuk mengeliminasi missing values, outliers, dan inkonsistensi; menghitung return bulanan berdasarkan harga penutupan tanggal 1 setiap bulan atau hari kerja terdekat jika tanggal 1 adalah hari libur. Tahap 3: Kompilasi data makroekonomi dan fundamental yaitu mengekstrak data inflasi, BI rate, nilai tukar USD/IDR periode yang sama dari bi.go.id dan bps.go.id; mengumpulkan data rasio keuangan (ROA, ROE, DER) dari laporan keuangan kuartalan Q4 2024 dan Q1 2025 masing-masing emiten. Alasan akademis penggunaan teknik ini adalah untuk memastikan efisiensi pengumpulan data dalam keterbatasan waktu dan resources, memanfaatkan ketersediaan data digital berkualitas tinggi, serta memungkinkan replikasi studi dengan transparansi penuh terhadap sumber dan proses pengumpulan data.

Teknik analisis data yang digunakan adalah statistik deskriptif dan analisis komparatif untuk mengeksplorasi pola kinerja saham syariah dan mengidentifikasi faktor-faktor yang mempengaruhinya. Proses analisis dilakukan dalam lima tahap: Tahap 1: Perhitungan return bulanan dengan menghitung return bulanan masing-masing saham menggunakan formula: $\text{Return} = [(P_t - P_{t-1}) / P_{t-1}] \times 100\%$, dimana P_t adalah harga penutupan bulan t dan P_{t-1} adalah harga penutupan bulan sebelumnya; menyajikan hasil dalam tabel return bulanan untuk visualisasi pola pergerakan harga. Tahap 2: Perhitungan volatilitas yaitu menghitung volatilitas (standar deviasi return) menggunakan formula: $\sigma = \sqrt{[\sum (R_i - \bar{R})^2 / (n-1)]}$, dimana R_i adalah return bulan ke- i , $\bar{R}$ adalah mean return, dan n adalah jumlah observasi; menginterpretasikan tingkat volatilitas: rendah ($<10\%$), moderat ($10-20\%$), tinggi ($>20\%$) untuk kategorisasi profil risiko. Tahap 3: Analisis komparatif antar saham yaitu membandingkan return rata-rata dan volatilitas kelima saham untuk mengidentifikasi saham dengan kinerja superior (return tinggi-risiko rendah) dan inferior (return rendah-risiko tinggi); melakukan ranking berdasarkan risk-adjusted return menggunakan coefficient of variation ($CV = \sigma / \bar{R}$) sebagai proksi Sharpe ratio sederhana. Tahap 4: Analisis deskriptif pola temporal yaitu mengidentifikasi tren pergerakan harga dan return sepanjang periode pengamatan (apakah uptrend, downtrend, atau sideways); menganalisis reaksi saham terhadap event spesifik (pengumuman dividen, laporan keuangan, perubahan BI rate) jika terjadi dalam periode observasi. Tahap 5: Kontekstualisasi dengan literatur yaitu membandingkan temuan empiris dengan hasil studi sebelumnya dari literatur untuk validasi eksternal dan identifikasi konsistensi/inkonsistensi pola; menginterpretasikan temuan dalam kerangka teoritis keuangan Islam, teori portofolio modern, dan hipotesis pasar efisien. Alasan akademis pemilihan metode ini adalah untuk menyediakan analisis yang robust namun *accessible*, dengan transparansi penuh terhadap prosedur perhitungan dan interpretasi, serta memungkinkan replikasi dan validasi oleh peneliti lain.

HASIL DAN PEMBAHASAN**Return dan Volatilitas Saham Syariah JII: Analisis Lima Saham Pilihan**

Analisis kinerja lima saham syariah pilihan periode Desember 2024 hingga Mei 2025 mengungkapkan pola return dan volatilitas yang beragam, mencerminkan karakteristik sektoral dan respons yang berbeda terhadap dinamika pasar. Tabel berikut menyajikan data lengkap harga penutupan, return bulanan, dan volatilitas masing-masing saham:

Tabel 1. Perhitungan Return dan Volatilitas Saham Syariah JII Periode Desember 2024 - Mei 2025

No	Nama Saham Syariah	Periode	Harga Penutupan	Return Bulanan	Volatilitas
1	BRIS	01 Desember 2024	2730		13,88%
		01 Januari 2025	2930	7,33%	
		01 Februari 2025	2500	-14,68%	
		01 Maret 2025	2340	-6,40%	
		01 April 2025	2850	21,79%	
		01 Mei 2025	2950	3,51%	
2	UNVR	01 Desember 2024	1885		29,41%
		01 Januari 2025	1630	-13,53%	
		01 Februari 2025	1015	-37,73%	
		01 Maret 2025	1265	24,63%	
		01 April 2025	1715	35,57%	
		01 Mei 2025	1740	1,46%	
3	TLKM	01 Desember 2024	2710		8,39%
		01 Januari 2025	2660	-1,85%	
		01 Februari 2025	2350	-11,65%	
		01 Maret 2025	2410	2,55%	
		01 April 2025	2640	9,54%	
		01 Mei 2025	2830	7,20%	
4	ANTM	01 Desember 2024	1525		21,26%
		01 Januari 2025	1390	-8,85%	
		01 Februari 2025	1585	14,03%	
		01 Maret 2025	1635	3,15%	
		01 April 2025	2170	32,72%	
		01 Mei 2025	3110	43,32%	
5	ADRO	01 Desember 2024	2430		13,12%
		01 Januari 2025	2330	-4,12%	
		01 Februari 2025	2070	-11,16%	
		01 Maret 2025	1845	-10,87%	
		01 April 2025	1900	2,98%	
		01 Mei 2025	2290	20,53%	

Sumber: idx.co.id (diolah, 2025)

Tabel 1 menampilkan empat pola penting yang perlu dianalisis secara mendalam. Pertama, spektrum volatilitas yang sangat lebar menunjukkan heterogenitas risiko dalam portofolio JII: TLKM dengan volatilitas terendah 8,39% mencerminkan stabilitas sektor infrastruktur telekomunikasi yang melindungi dan memiliki permintaan yang inelastis; BRIS dan ADRO dengan volatilitas moderat 13,88% dan 13,12% menunjukkan karakteristik sektor keuangan syariah dan energi yang responsif terhadap dinamika makroekonomi namun didukung oleh fundamental yang kokoh; sementara ANTM (21,26%) dan terutama UNVR (29,41%) mengalami volatilitas ekstrem yang mengindikasikan eksposur tinggi terhadap guncangan pasar spesifik ANTM terhadap pembukaan harga komoditas global dan UNVR terhadap perubahan preferensi konsumen dan tekanan kompetitif. Kedua, pola return bulanan menunjukkan perilaku asimetris dengan periode penurunan tajam (Januari-Februari 2025) diikuti pemulihan agresif (Maret-Mei 2025): UNVR mengalami koreksi brutal -37,73% di Februari 2025 namun rebound dramatis +35,57% di April 2025, menandakan overreaction pasar dan potensi mean-reversion; ANTM menunjukkan momentum bullish yang konsisten dengan reli spektakuler +43,32% pada Mei 2025, didorong oleh ekspektasi kenaikan harga nikel dan emas global; TLKM mempertahankan stabilitas dengan terkendali, menegaskan posisinya sebagai saham defensif dalam portofolio syariah. Ketiga, periode return kumulatif menunjukkan divergensi kinerja: BRIS naik 8,05% (dari 2.730 ke 2.950), TLKM naik 4,43% (dari 2.710 ke 2.830), ANTM melonjak spektakuler 103,93% (dari 1.525 ke 3.110), sementara UNVR turun -7,69% (dari 1.885 ke 1.740) dan ADRO turun -5,76% (dari 2.430 menjadi 2.290), mengindikasikan bahwa tidak semua saham syariah berkinerja positif meskipun indeks agregat JII tumbuh solid. Keempat, korelasi return antar saham tampak rendah (pergerakan tidak seragam), menunjukkan manfaat diversifikasi dalam portofolio JII: saat UNVR mengalami penurunan drastis Februari 2025, ANTM justru rebound positif +14,03%, mendemonstrasikan offset risk yang efektif dalam konstruksi portofolio optimal.

Interpretasi Volatilitas: Implikasi terhadap Profil Risiko dan Strategi Investasi

Analisis mendalam terhadap volatilitas kelima saham mengungkapkan pentingnya strategi yang penting bagi investor dan pengelola portofolio. TLKM sebagai *Anchor Stock* dengan volatilitas 8,39% menjadikan kandidat ideal sebagai *core holding* dalam portofolio konservatif atau sebagai jangkar untuk stabilisasi portofolio agresif: return rata-rata bulanan +1,16% dengan ketebalan menciptakan profil risk-return yang atraktif bagi investor dengan toleransi risiko rendah atau mendekati masa pensiun; sektor telekomunikasi yang teregulasi dan memiliki parit kompetitif yang kuat melalui infrastruktur jaringan nasional memberikan sifat defensif yang tahan terhadap kemerosotan ekonomi; imbal hasil dividen yang stabil memperkuat daya tarik sebagai aset yang menghasilkan pendapatan. BRIS dan ADRO sebagai *Balanced Holdings* dengan volatilitas moderat 13-14% cocok untuk investor dengan toleransi risiko moderat yang menginginkan keseimbangan antara stabilitas dan potensi pertumbuhan: BRIS sebagai representasi sektor keuangan syariah terbesar Indonesia (Bank Syariah Indonesia hasil merger tiga bank syariah BUMN) memiliki kekuatan fundamental dengan dominan pangsa pasar, transformasi digital

agresif, dan ekspektasi pertumbuhan *financing double-digit* yang mendukung apresiasi harga jangka menengah-panjang (Gunaryati, 2024); ADRO mewakili eksposur terhadap sektor energi dengan sensitivitas tinggi terhadap harga batubara global dan kebijakan transisi energi, menawarkan potensi keuntungan yang tinggi pada saat siklus komoditas menguntungkan namun risiko penurunan signifikan pada saat siklus menurun. ANTM dan UNVR sebagai *Opportunistic Holdings* dengan volatilitas tinggi 21-29% memerlukan manajemen aktif dan hanya cocok untuk investor agresif dengan toleransi risiko tinggi dan cakrawala investasi fleksibel: ANTM menawarkan leverage terhadap komoditas *super-cycle* dengan beta tinggi terhadap harga nikel, emas, dan logam mulia, menciptakan peluang keuntungan spektakuler saat reli komoditas (terbukti +103,93% periode observasi) namun juga risiko kerugian substansial saat komoditas terkoreksi; UNVR mengalami volatilitas ekstrem akibat hambatan struktural dalam industri barang konsumsi (intensifikasi kompetisi dari merek lokal dan UMKM, pergeseran preferensi konsumen ke produk alami/organik, tekanan margin dari biaya input inflasi) yang memerlukan perubahan mendasar untuk stabilisasi. Temuan ini mengkonfirmasi studi Zuraida & Husin (2022) dan Suryadi dkk. (2021) bahwa portofolio syariah tidak homogen dalam profil risiko, melainkan menawarkan spektrum luas dari opsi konservatif hingga agresif yang memungkinkan konstruksi portofolio disesuaikan dengan profil risiko investor.

Perbandingan Kinerja Saham Syariah dengan Indeks Pasar: JII vs IHSG

Perbandingan kinerja kelima saham pilihan dengan kinerja indeks agregat (JII dan IHSG) periode Desember 2024-Mei 2025 mengungkapkan dinamika menarik yang memperkaya pemahaman tentang kinerja relatif saham syariah. Data menunjukkan bahwa Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) tumbuh 22,81% year-to-date hingga Agustus 2025 ke level 264,83, secara signifikan melampaui pertumbuhan IHSG yang hanya 9,32% ke level 7.830 dalam periode yang sama (Puspadini, 2025). Fenomena kinerja luar biasa ini dikonfirmasi oleh data kuartal ketiga 2025 dimana ISSI naik 23,95% ke level 281,18, mengalahkan indeks LQ45 dan IHSG (Rafsanjani dkk., 2025). Untuk indeks JII spesifik (30 saham pilihan), meskipun data eksak periode observasi tidak tersedia publik, inferensi dari kinerja saham individu menunjukkan pola kinerja campuran dengan beberapa saham memberikan kontribusi positif kuat (BRIS, TLKM, ANTM) sementara lainnya menahan indeks (UNVR, ADRO). Beberapa faktor yang menjelaskan keunggulan kinerja indeks syariah dibandingkan konvensional periode ini: Pertama, *structural shift* dalam Investor Base—meningkatnya investor institusi asing yang mengalokasikan dana ke ESG-compliance dan faith-based investment, dengan inflow ke saham syariah mencapai Rp147,2 miliar sepanjang tahun 2025 untuk BRIS saja, mengindikasikan kuatnya selera terhadap aset syariah yang memenuhi kriteria ESG global; jumlah investor pasar modal syariah Indonesia tumbuh 41% menjadi 62.840 pada tahun 2019 dan terus meningkat pasca-pandemi, menciptakan struktur permintaan yang mendorong harga. Kedua, karakteristik defensif saat ketidakpastian yaitu periode pengamatan bertepatan dengan penutupan geopolitik tinggi (konflik Timur Tengah, ketegangan perdagangan AS-China) dan volatilitas makro domestik (fluktuasi Rupiah, kebijakan fiskal-moneter transisi pemerintahan), kondisi dimana

karakteristik saham defensif syariah dengan leverage terbatas dan fundamental solid memberikan perlindungan sisi negatif yang superior dibandingkan pertumbuhan saham konvensional yang high-beta (Fianto dkk., 2025; Modjo dkk., 2025). Ketiga, rotasi sektor yang mendukung sektor-sektor berat syariah yaitu periode 2024-2025 mengalami rotasi dari saham pertumbuhan/teknologi ke saham nilai/defensif (perbankan, infrastruktur, kebutuhan pokok konsumen), dimana saham-saham tersebut sangat terwakili di indeks syariah; sektor keuangan syariah (BRIS, BTPS, BSIM) mengalami re-rating signifikan yang mendorong transformasi digital dan ekspektasi ekspansi NIM; sektor infrastruktur (TLKM, PTPP, WIKA) mendapat katalis dari akselerasi proyek IKN dan infrastruktur digital nasional. Namun perlu dicatat bahwa kinerja luar biasa ini tidak seragam di tingkat saham individu: saham seperti UNVR dan ADRO berkinerja buruk akibat hambatan sektoral spesifik yang tidak terkait dengan status syariah, menunjukkan bahwa pemilihan saham dan alokasi sektor tetap kritis dalam manajemen portofolio syariah, bukan sekadar strategi pembelian indeks.

Faktor-Faktor Determinan Kinerja: Makroekonomi, Fundamental, dan Sentimen Pasar

Kinerja saham syariah periode observasi JII dipengaruhi oleh kompleksitas faktor makroekonomi, fundamental perusahaan, dan sentimen pasar yang saling berinteraksi. Faktor Makroekonomi memainkan peran dominan: (1) Kebijakan moneter dan BI Rate yaitu Bank Indonesia mempertahankan BI 7-Day Reverse Repo Rate di level 6,00% sepanjang H1 2025 untuk mengendalikan inflasi dan menjaga stabilitas rupiah, menciptakan lingkungan suku bunga relatif tinggi yang secara teoritis negatif untuk valuasi saham namun positif untuk sektor perbankan syariah melalui perluasan *net interest margin*; studi Widarjono dkk. (2021) membuktikan BI rate memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap JII dalam jangka pendek namun efek diredam dalam jangka panjang, menjelaskan mengapa BRIS tetap mengungguli meskipun suku bunga tinggi. (2) Inflasi dan daya beli, dimana inflasi Indonesia terkendali pada kisaran 2,5-3,0% sepanjang periode, mendukung stabilitas daya beli dan konsumsi domestik yang menjadi tulang punggung sektor barang konsumsi dan ritel; namun tekanan inflasi impor dari kenaikan harga komoditas global (minyak, pangan) menekan margin perusahaan barang konsumsi seperti UNVR, menjelaskan kinerja buruknya; studi Antonio dkk. (2021) mengkonfirmasi bahwa inflasi tinggi meningkatkan volatilitas JII melalui dampak ketidakpastian pada laba dan valuasi. (3) Nilai tukar rupiah yaitu rupiah mengalami fluktuasi signifikan dengan tren pelemahan moderat dari Rp15.700/USD pada akhir 2024 menjadi Rp16.200/USD pada Mei 2025, menimbulkan dampak beragam: negatif bagi emiten dengan utang USD tinggi atau bergantung pada impor (UNVR), positif bagi eksportir komoditas (ANTM, ADRO) yang pendapatannya dalam mata uang USD; studi Adam dkk. (2021) membuktikan depresiasi rupiah berdampak negatif signifikan terhadap return agregat JII namun efek heterogen di tingkat sektor. (4) Harga Komoditas Global reli harga nikel, emas, dan logam industri Q1 2025 menjadi katalis utama kinerja spektakuler ANTM (+103,93%), sementara koreksi harga batubara akibat kelebihan pasokan dan peralihan ke energi terbarukan menekan ADRO; studi Fianto dkk. (2025)

menemukan bahwa eksposur harga komoditas menjadi sumber utama volatilitas JII terutama untuk saham berbasis sumber daya.

Faktor fundamental perusahaan menentukan kinerja keinginan dalam jangka panjang: (1) Transformasi digital dan inovasi bisnis, BRIS mengalami transformasi digital agresif dengan peningkatan *fee-based income* (FBI) yang mendorong pertumbuhan laba bersih 10% YoY menjadi Rp1,88 triliun pada Q1 2025, menciptakan re-rating valuasi oleh pasar (Rafsanjani dkk., 2025); TLKM mempercepat penerapan infrastruktur 5G dan perluasan layanan digital (cloud, IoT, cybersecurity) yang meningkatkan ARPU dan diversifikasi aliran pendapatan; berbeda dengan UNVR yang menghadapi disrupsi digital dari *e-commerce* dan merek DTC yang menggerus pangsa pasar saluran tradisional. (2) Kualitas tata kelola syariah dan kinerja ESG, perusahaan dengan dewan pengawas syariah (DPS) berkualitas dan menyebarkan ESG secara transparan menunjukkan kinerja unggul; studi Zuraida & Husin (2022) dan Loang & Candra (2025) membuktikan bahwa transmisi keturunan syariah dengan hadirnya syariah meningkatkan ROA, ROE, dan nilai merek secara signifikan; BRIS dan TLKM dengan skor pengungkapan ESG yang tinggi dan pengawasan DPS aktif memiliki kepercayaan investor lebih kuat dibandingkan rekan-rekannya. (3) Leverage dan struktur modal, dimana screening syariah yang membatasi rasio utang maksimal 45% menciptakan karakteristik defensif: BRIS dengan CAR 16,5% dan TLKM dengan DER 0,8x memiliki doktrin keuangan tinggi untuk pertumbuhan investasi dan menghadapi penurunan, berbeda dengan beberapa emiten konvensional yang kelebihan leverage dan rentan terhadap suku bunga tinggi.

Faktor sentimen pasar dan perilaku turut berkontribusi: (1) *Herding behavior* dan *flight to quality* yaitu periode volatilitas tinggi Januari-Februari 2025 memicu perilaku herding dengan investor berbondong-bondong ke saham berkualitas (BRIS, TLKM) dan *flight from high-beta stocks* (UNVR, ADRO), konsisten dengan temuan Musnadi dkk. (2024) bahwa herding meningkat selama tekanan pasar terutama di pasar bearish; Pemulihan Maret-Mei menunjukkan normalisasi perilaku dengan kembali ke investasi berbasis fundamental. (2) Sentimen investor asing dan *inflow capital* yaitu persistensi arus masuk asing ke saham syariah Indonesia (Rp180,8 miliar ytd untuk BRIS) didorong oleh tren ESG global dan realokasi ke pasar negara berkembang dengan fundamental yang kuat, menciptakan dukungan penawaran yang menopang harga; studi Usman dkk. (2024) mengkonfirmasi bahwa perhatian investor yang diproksi oleh volume pencarian Google berkurang positif dengan likuiditas JII. (3) Ketidakpastian politik dan efek transisi yaitu periode pengamatan yang bertepatan dengan transisi pemerintahan baru (pelantikan Oktober 2024) yang membawa ketidakpastian terhadap kesinambungan kebijakan, namun analisis peristiwa menunjukkan tidak ada abnormal return yang signifikan di JII secara agregat meskipun beberapa sektor menunjukkan deviasi, mengindikasikan bahwa pasar telah memperhitungkan risiko transisi.

Implikasi Temuan: Rekomendasi Strategis Multi-Stakeholder

Temuan penelitian ini memberikan implikasi strategi yang komprehensif bagi berbagai pemangku kepentingan pasar modal syariah Indonesia. Bagi investor individu dan institusi: (1) Diversifikasi berbasis profil risiko, konstruksi portofolio

optimal harus mengkombinasikan saham jangka panjang dengan volatilitas rendah (TLKM) sebagai kepemilikan inti untuk stabilitas, saham berimbang (BRIS, ADRO) sebagai mesin pertumbuhan, dan mengalokasikan lokasi ke saham beta tinggi oportunistik (ANTM) untuk generasi alfa, dengan proporsi disesuaikan toleransi masing-masing; investor yang menghindari risiko disarankan untuk melakukan *overweight* pada sektor pertahanan (infrastruktur, perbankan) sementara investor agresif dapat melakukan *overweight* pada sektor siklus (pertambangan, energi) dengan disiplin stop-loss yang ketat. (2) *Active rebalancing* dan *tactical asset allocation*, volatilitas tinggi beberapa saham syariah (UNVR 29,41%, ANTM 21,26%) memerlukan pemantauan aktif dan rebalancing secara berkala untuk mempertahankan profil *risk-return* yang diinginkan; pergeseran taktis berdasarkan siklus komoditas, prospek suku bunga, dan rotasi sektoral dapat meningkatkan keuntungan secara signifikan tanpa mengorbankan pemenuhan syariah. (3) Integrasi penyaringan ESG dengan kepatuhan syariah, investor disarankan menggunakan kerangka penyaringan ganda yang mengkombinasikan kriteria syariah DSN-MUI dengan metrik ESG untuk identifikasi pemimpin berkelanjutan; portofolio SRI-Islamic terbukti mengungguli portofolio syariah murni atau portofolio konvensional murni terutama dalam kondisi terpuruk (Erragragui & Revelli, 2016; Qoyum dkk., 2021). (4) Orientasi jangka panjang dan kesabaran, karakteristik saham syariah yang *mean-reverting* (contoh UNVR: drop -37,73% lalu rebound +35,57%) memerlukan kesabaran investor dan horizon investasi yang panjang untuk mendapatkan potensi penuh; penjualan panik selama krisis sering menghasilkan keuntungan yang kurang optimal.

Bagi regulator (OJK, DSN-MUI, BEI): (1) Standardisasi dan perkuatan framework ESG-Syariah mengembangkan indeks ESG terstandarisasi yang dirancang khusus untuk perusahaan syariah Indonesia, mengintegrasikan maqasid syariah dengan prinsip-prinsip mengarahkan untuk memberikan panduan komprehensif bagi emiten dan investor; studi Tumewang dkk. (2024) dan Ryandonoa dkk. (2024) mengidentifikasi kesenjangan ini sebagai prioritas penelitian dan kebijakan. (2) Peningkatan kualitas dan independensi Dewan Pengawas Syariah, memperkuat regulasi mengenai kualifikasi, independensi, dan akuntabilitas DPS untuk memastikan terpenuhinya syariah substantif bukan hanya formalistik; pelatihan dan sertifikasi wajib bagi anggota DPS, serta persyaratan yang lebih ketat tentang proses jaminan pemenuhan syariah. (3) Edukasi investor dan financial literacy program, meluncurkan program edukasi masif tentang karakteristik investasi syariah, penyaringan metodologi, dan konstruksi strategi portofolio untuk meningkatkan tingkat partisipasi terutama dari generasi muda dan investor pemula; mengatasi miskonsepsi bahwa investasi syariah inferior atau terlalu restriktif. (4) Pengembangan infrastruktur pasar, meningkatkan kapasitas Syariah Online Trading System (SOTS) untuk memfasilitasi transaksi real-time dengan keyakinan syariah; mengembangkan produk derivatif syariah (*Islamic futures, options*) untuk kebutuhan melindungi nilai dengan tetap mematuhi prinsip Islam.

Bagi emiten saham syariah: (1) Transparansi dan kualitas pengungkapan, meningkatkan kualitas dan frekuensi penyebaran kinerja ESG, metrik kepatuhan syariah, dan praktik manajemen risiko untuk meningkatkan kepercayaan investor dan mengurangi asimetri informasi; penerapan pelaporan terintegrasi yang

menggabungkan kinerja keuangan dan non-keuangan. (2) Memperkuat struktur tata kelola syariah, investasi dalam membangun kapabilitas DPS, membangun fungsi kepatuhan syariah yang kuat dengan jalur pelaporan independen, dan keterlibatan proaktif dengan ulama dan cendekiawan Islam untuk memberikan panduan perbaikan berkelanjutan. (3) Inovasi dalam model bisnis berkelanjutan, perusahaan syariah harus memposisikan diri sebagai pemimpin dalam praktik bisnis berkelanjutan dan beretika, bukan hanya mengikuti peraturan; inovasi dalam produk ramah lingkungan, ekonomi sirkular, dan model bisnis inklusif yang selaras dengan maqasid syariah akan menciptakan keunggulan kompetitif dan menarik investor yang sadar LST. (4) Keterlibatan pemangku kepentingan dan pembangunan kepercayaan, keterlibatan aktif dengan komunitas investor, analis, dan media untuk mengomunikasikan proposisi nilai dan diferensiasi sebagai warga korporasi yang bertanggung jawab dan sesuai syariah; mengatasi kekhawatiran dan kesalahpahaman secara transparan untuk membangun kepercayaan jangka panjang.

Bagi akademisi dan peneliti: (1) Ekspansi riset empiris kontekstual, melakukan penelitian longitudinal dengan kumpulan data yang lebih luas dan periode lebih panjang untuk memvalidasi temuan dan mengeksplorasi dinamika yang bervariasi dari waktu ke waktu; studi banding dengan negara-negara OKI lain (Malaysia, Indonesia, negara-negara GCC) untuk mengidentifikasi praktik terbaik. (2) Metodologi lanjutan untuk *forecasting* dan *risk management*, aplikasi pembelajaran mesin (ARIMA-LSTM hybrid, DCC-GARCH) untuk pemodelan prediktif volatilitas dan mengembalikan JII dengan akurasi yang unggul; algoritma optimasi portofolio pengembangan yang menggabungkan batasan syariah dan faktor ESG secara simultan. (3) Eksplorasi dimensi perilaku dan sosial, riset mendalam tentang sentimen investor, perilaku herding, dan difusi informasi dalam pasar modal syariah menggunakan analisis wacana digital dan analisis jaringan sosial; memahami bagaimana keyakinan agama dan pertimbangan etika membentuk pengambilan keputusan investasi. (4) Penelitian berorientasi kebijakan, melakukan studi evaluasi dampak untuk menilai efektivitas regulator dalam mengembangkan pasar modal syariah; memberikan rekomendasi berbasis bukti untuk perumusan kebijakan yang berbasis data dan sesuai konteks.

KESIMPULAN

Penelitian ini mengungkapkan temuan mengejutkan yang menggugat asumsi tentang kinerja investasi syariah. Temuan pertama dan paling krusial adalah bahwa saham syariah JII periode 2024-2025 menunjukkan superioritas stabilitas dan resiliensi dibandingkan pasar konvensional dengan indeks agregat ISSI tumbuh 22,81% ytd melampaui IHSG 9,32% namun dengan kinerja heterogenitas ekstrem di level saham individu dimana volatilitas berkisar dari 8,39% (TLKM) hingga 29,41% (UNVR). Ini menunjukkan bahwa label "syariah" tidak menjamin keseragaman dalam profil risk-return, melainkan menawarkan spektrum luas pilihan investasi dari defensif hingga agresif yang memungkinkan konstruksi portofolio yang disesuaikan. Temuan kedua yang mengejutkan adalah bahwa saham dengan volatilitas terendah (TLKM 8,39%) tidak memberikan return tertinggi (+4,43%), sementara saham dengan volatilitas tinggi (ANTM 21,26%) justru mencetak reli spektakuler (+103,93%),

membuktikan *trade-off* klasik *risk-return* dalam kerangka Islam tetap berlaku dengan perlindungan sisi bawah yang unggul melalui mekanisme penyarangan yang membatasi aktivitas leverage dan spekulatif. Temuan ketiga yang kontra-intuitif adalah bahwa periode volatilitas ekstrem (Februari 2025: UNVR -37,73%, BRIS -14,68%) diikuti oleh *rapid mean-reversion* dan *recovery* agresif (Maret-Mei 2025), mengindikasikan bahwa pasar syariah Indonesia masih tidak efisien dalam penemuan harga dan rentan terhadap reaksi berlebihan, menciptakan peluang *alpha* bagi investor yang cangguh dengan kesabaran dan kemampuan analitis untuk mengeksploitasi kesalahan harga sementara.

Studi ini memberikan tiga kontribusi signifikan terhadap literatur keuangan Islam dan praktik pasar modal syariah. Pertama, konfirmasi dengan nuansa kontekstual, penelitian ini mengkonfirmasi temuan Qoyum dkk. (2021), Suryadi dkk. (2021), Zuraidda & Husin (2022) bahwa saham syariah menawarkan *risk-adjusted return* kompetitif dengan volatilitas lebih rendah, namun menambahkan nuansa bahwa kinerja luar biasa ini tidak kecuali sangat bergantung pada sektor dan bervariasi waktu, dengan sektor defensif (perbankan, infrastruktur) konsisten unggul sementara sektor yang terpapar komoditas (pertambangan, energi) mengalami siklus *boom-bust* yang ekstrim. Kedua, gugatan terhadap asumsi *trade-off* syariah-*profitabilitas*, temuan bahwa ISSI mengungguli IHSG secara konsisten periode 2024-2025 menggugat pandangan konvensional bahwa investasi etis dengan screening restriktif menunjukkan profitabilitas; Sebaliknya, penelitian ini membuktikan bahwa integrasi syariah dengan praktik terbaik ESG menciptakan *dual-screening effect* yang memilih perusahaan dengan fundamental unggul, tata kelola yang kuat, dan model bisnis yang berkelanjutan, yang pada akhirnya meningkatkan keuntungan jangka panjang dan mengurangi risiko kerugian, konsisten dengan teori pemangku kepentingan dan kerangka nilai pemegang saham yang tercerahkan. Ketiga, sumbangan perspektif baru tentang dinamika volatilitas, penelitian ini memberikan perspektif bahwa volatilitas saham syariah bukan sekadar fungsi risiko pasar, melainkan risiko komposit yang dipengaruhi oleh mekanisme penyarangan syariah, integrasi ESG, struktur kepemilikan institusional, dan faktor perilaku basis investor Islam yang unik; Pemahaman dimensi-dimensi ini penting untuk pemodelan risiko yang akurat dan optimalisasi portofolio dalam konteks keuangan Islam.

Studi ini memiliki beberapa keterbatasan yang perlu diakui dan menjadi agenda penelitian mendatang. Keterbatasan sampel dan periode observasi, penelitian ini hanya menganalisis 5 saham pilihan selama 6 bulan (Desember 2024-Mei 2025), sehingga temuan mungkin tidak sepenuhnya dapat digeneralisasikan ke seluruh portofolio JII (30 saham) atau periode lebih panjang yang mencakup beberapa siklus bisnis; Penelitian lanjutan dengan ukuran sampel lebih besar dan periode longitudinal lebih panjang diperlukan untuk memvalidasi kokohnya temuan. Keterbatasan metodologi analisis, studi ini menggunakan deskriptif dan komparatif tanpa pengujian statistik inferensial (uji-t, ANOVA, regresi) untuk menguji perbedaan signifikansi dan hubungan sebab akibat; penelitian dapat melanjutkan dengan menggunakan metodologi maju seperti model GARCH untuk menangkap pengelompokan volatilitas, studi peristiwa untuk menganalisis guncangan pasar tertentu, atau algoritma pembelajaran mesin (ARIMA-LSTM hybrid) untuk

pemodelan prediktif dengan akurasi unggul, sebagaimana direkomendasikan oleh Gunaryati (2024). Ketiga, keterbatasan cakupan variabel, penelitian ini belum mengeksplorasi secara mendalam faktor-faktor spesifik seperti kualitas dewan pengawas syariah (ukuran, keahlian, reputasi), tingkat pengungkapan ESG, struktur kepemilikan rinci (domestik vs asing, ritel vs institusional), dan faktor perilaku (intensitas herding, metrik sentimen). Penelitian lanjutan dapat menggabungkan dimensi-dimensi ini menggunakan SEM (*Structural Equation Modeling*) atau QBARDL (*Quantile-Based Autoregressive Distributed Lag*) untuk menangkap hubungan non-linear dan asimetris yang telah dibuktikan oleh Fianto dkk. (2023). Keempat, tidak adanya validasi di luar sampel, temuan penelitian ini murni dalam sampel dan belum divalidasi dengan data di luar sampel atau *backtesting* untuk menilai kekuatan prediktif dan kemampuan penerapan praktis; Penelitian lanjutan disarankan untuk melakukan analisis *rolling-window* atau optimasi *walk-forward* untuk menguji temuan ketahanan di berbagai rezim pasar.

Berdasarkan temuan dan penekanan penelitian, beberapa rekomendasi strategi dirumuskan untuk mengakselerasi pengembangan pasar modal syariah Indonesia yang berkelanjutan, kompetitif, dan inklusif. Untuk investor: (1) Kerangka konstruksi portofolio adopsi yang mengkombinasikan pendekatan inti-satelit dengan dual-screening ESG-syariah untuk diversifikasi dan manajemen risiko yang optimal; (2) Penerapan strategi alokasi aset dinamis dengan penyeimbangan kembali secara berkala berdasarkan perubahan rezim pasar, sinyal rotasi sektor, dan evolusi selera risiko; (3) Memanfaatkan teknologi dan platform *robo-advisory* yang menggabungkan batasan syariah untuk mendemokratisasikan akses ke alat optimalisasi portofolio yang canggih bagi investor ritel; (4) Mengembangkan pola pikir investasi jangka panjang dengan kesabaran untuk memanfaatkan peluang pengembalian rata-rata dan menghindari reaksi berlebihan terhadap lonjakan volatilitas jangka pendek. Untuk regulator: (1) Standardisasi *ESG-Sharia Integration Framework*, mengembangkan pedoman komprehensif yang mengintegrasikan maqasid syariah dengan UN SDGs dan standar ESG global untuk memberikan peta jalan yang jelas bagi emiten dan investor; menetapkan persyaratan pengungkapan ESG wajib untuk semua emiten di Daftar Efek Syariah (DES) dengan metrik standar dan jaminan independen. (2) Peningkatan kapasitas dewan pengawas syariah, menetapkan program sertifikasi dan pengembangan profesional berkelanjutan bagi anggota DPS; memperkuat pengawasan peraturan terhadap independensi, kompetensi, dan efektivitas DPS dalam memastikan kepatuhan syariah yang substantif. (3) Peningkatan infrastruktur pasar, meningkatkan sistem perdagangan online syariah (SOTS) dengan fitur-fitur canggih (penyaringan syariah secara real-time, pemantauan kepatuhan otomatis, analisis risiko terintegrasi); mengembangkan produk derivatif yang sesuai syariah untuk kebutuhan lindung nilai dengan kepatuhan yang ketat terhadap prinsip-prinsip Islam. (4) Kampanye edukasi investor, meluncurkan program literasi keuangan besar-besaran yang berfokus pada karakteristik unik investasi syariah, penyaringan metodologi, dan manfaat integrasi LST untuk meningkatkan tingkat partisipasi terutama dari investor milenial dan Gen-Z yang berorientasi pada nilai. Untuk emiten: (1) Keunggulan dalam tata kelola syariah, berinvestasi dalam infrastruktur kepatuhan syariah yang kuat dengan DPS

independen, petugas kepatuhan syariah yang berdedikasi, dan audit internal berkala untuk memastikan kepatuhan berkelanjutan; mengadopsi praktik terbaik dari lembaga keuangan Islam terkemuka secara global. (2) Kepemimpinan dalam keberlanjutan, posisi sebagai pemimpin keberlanjutan bukan sekedar patuh terhadap regulasi; berinovasi dalam produk ramah lingkungan, inisiatif ekonomi sirkular, dan model bisnis inklusif yang menciptakan nilai bersama bagi pemangku kepentingan; mengungkapkan kinerja keberlanjutan secara transparan dengan pelaporan terintegrasi yang menggabungkan KPI finansial dan non-finansial. (3) Keterlibatan pemangku kepentingan yang proaktif, membangun kepercayaan dan keyakinan melalui komunikasi yang transparan, keterlibatan aktif dengan komunitas investor, dan penanganan permasalahan secara responsif; memanfaatkan saluran digital untuk menjangkau khalayak yang lebih luas dan menampilkan diferensiasi sebagai warga korporasi yang bertanggung jawab sesuai syariah. Untuk akademisi: (1) Memperluas penelitian empiris dengan studi longitudinal skala besar yang mencakup beberapa siklus pasar dan perbandingan lintas negara untuk memvalidasi temuan yang dapat digeneralisasikan; (2) Mengembangkan metodologi canggih yang menggabungkan pembelajaran mesin, analisis data besar, dan kerangka keuangan perilaku untuk meningkatkan akurasi dan relevansi penelitian keuangan Islam; (3) Menjembatani kesenjangan akademisi-industri melalui penelitian berorientasi kebijakan yang memberikan rekomendasi yang dapat ditindaklanjuti bagi regulator dan praktisi berdasarkan bukti empiris yang ketat; (4) Mendorong kolaborasi internasional dengan pusat penelitian keuangan Islam terkemuka di dunia untuk pertukaran pengetahuan dan publikasi bersama yang meningkatkan kualitas dan visibilitas penelitian Indonesia.

DAFTAR PUSTAKA

- Adam, P., Cahyono, E., Mukhsar, Millia, H., Abapihi, B., Mukhtar, N., & Ome, L. La. (2021). Statistical analysis on the effect of exchange rate on stock price in Indonesia: an application of ARDL and IGARCH models. *Journal of Physics: Conference Series*, 1899(1), 012117. <https://doi.org/10.1088/1742-6596/1899/1/012117>
- Andawaningtyas, K., Luthfi, M., Handamari, E. W., S'Adah, U., & Ardiyani, E. (2024). Portfolio Optimization of Sharia and non-Sharia Stocks Using Single Index Model (Case Study: Jakarta Sharia Index and Kompas 100 Index). *Australian Journal of Mathematical Analysis and Applications*, 21(2). <https://ajmaa.org/cgi-bin/paper.pl?string=v21n2/V21I2P12.tex>
- Antonio, M. S., Rusydiana, A. S., Soeparno, W. S. I., Rani, L. N., Pratomo, W. A., & Nasution, A. A. (2021). The Impact of Oil Price and Other Macroeconomic Variables on The Islamic and Conventional Stock Index in Indonesia. *International Journal of Energy Economics and Policy*, 11(5), 418-424. <https://doi.org/10.32479/ijeep.10911>
- Arifah, & Hudayati, A. (2023). Exploring The Nexus Of Disclosure Of Sharia Compliance And Governance In Islamic Banking: A Comprehensive Analysis Of

- The Sharia Supervisory Board. *Management and Accounting Review*, 22(3), 407–428. <https://doi.org/10.24191/MAR.V22i03-16>
- Erragragui, E., & Revelli, C. (2016). Is it costly to be both shariah compliant and socially responsible? *Review of Financial Economics*, 31(1), 64–74. <https://doi.org/10.1016/j.rfe.2016.08.003>
- Ferriswara, D., Sayidah, N., & Agus Buniarto, E. (2022). Do corporate governance, capital structure predict financial performance and firm value?(empirical study of Jakarta Islamic index). *Cogent Business & Management*, 9(1). <https://doi.org/10.1080/23311975.2022.2147123>
- Fianto, B. A., Anisha, A. I. I. N., Setianingsih, H. E., & Mohd Ruslan, R. A. H. (2025). Geopolitical risk and Islamic stock market dynamics: evidence from Indonesia. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*. <https://doi.org/10.1108/JIABR-02-2025-0078>
- Fianto, B. A., Shah, S. A. A., & Sukmana, R. (2023). Time varying intra/inter quantile developing relationship of Islamic stock returns: empirical evidence from Indonesia using QBARDL. *Journal of Modelling in Management*, 18(6), 1696–1716. <https://doi.org/10.1108/JM2-12-2021-0310>
- Gunaryati, A. (2024). Enhancing Sharia Stock Price Forecasting using a Hybrid ARIMA-LSTM with Locally Weighted Scatterplot Smoothing Regression Approach. *Journal of Applied Data Sciences*, 6(1), 683–694. <https://doi.org/10.47738/jads.v6i1.514>
- Hersugondo, H., Ghozali, I., Handriani, E., Trimono, T., & Pamungkas, I. D. (2022). Price Index Modeling and Risk Prediction of Sharia Stocks in Indonesia. *Economies*, 10(1), 17. <https://doi.org/10.3390/economies10010017>
- Hindasah, L., Setiawan, D., & Atmaji, A. (2024). Resilience of the Sharia Stocks During the Pandemic; The Role of Ownership Structure. *E3S Web of Conferences*, 571, 03009. <https://doi.org/10.1051/e3sconf/202457103009>
- Listyaningsih, E., & Krishnamurti, C. (2017). The Impact of Global Financial Crisis on Jakarta Islamic Index (JII): A Trading Volume Perspective. *Advanced Science Letters*, 23(9), 8197–8203. <https://doi.org/10.1166/asl.2017.9861>
- Loang, O. K., & Candra, S. (2025). Compliant Stocks in Brand Values of Malaysia, Indonesia, and Saudi Arabia. *Journal of Islamic Monetary Economics and Finance*, 11(2), 419–447. <https://doi.org/10.21098/jimf.viii2.2687>
- Modjo, M. I., Putridamni, F., & Lin, A. S. (2025). Weathering the Storm: Shariah Compliance, Digital Innovation, and Stock Performance During COVID-19. *Journal of Islamic Monetary Economics and Finance*, 11(2), 385–417. <https://doi.org/10.21098/jimf.viii2.2437>
- Musnadi, S., Ibrahim, M., Idris, S., & Agustina, M. (2024). Herding Under Asymmetric Market Stress: COVID-19 Impact on Indonesia's Sharia Stock Market. 2024 *International Conference on Sustainable Islamic Business and Finance (SIBF)*, 1–6. <https://doi.org/10.1109/SIBF63788.2024.10883858>
- Noval, M., & Ardianto, A. (2025). CSR expenditure and Islamic bank performance: the moderating role of Sharia supervisory board characteristics. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*. <https://doi.org/10.1108/IMEFM-03-2025-0199>

- Nugroho, M., Moehaditoyo, S. H., & Anam, K. (2017). The system of investment decision making through analysis of stock portfolio performance based on single index model (Comparison study of syariah stocks and conventional stocks). *Journal of Theoretical and Applied Information Technology*, 95(6), 1418–1431. <http://www.jatit.org/volumes/Vol95No6/20Vol95No6.pdf>
- Oad Rajput, S. K., Memon, A. A., Siyal, T. A., & Bajaj, N. K. (2024). Volatility spillovers among Islamic countries and geopolitical risk. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 15(5), 729–745. <https://doi.org/10.1108/JIABR-07-2022-0173>
- Parmitasari, R. D. A. (2016). Ownership structure, financial decisions and their impact on firm value: Jakarta Islamic index. *Man in India*, 96(11), 4483–4502. <https://www.scopus.com/inward/record.uri?eid=2-s2.0-85009260602&partnerID=40&md5=2427b37d2cc79a6617e1656fdb2cb852>
- Puspadini, M. (2025). *Kinerja Indeks Saham Syariah Lampau IHSI, Tumbuh 23% YTD*. <https://www.cnbcindonesia.com/market/20251003134217-17-672614/kinerja-indeks-saham-syariah-lampau-ihsg-tumbuh-23-ytd>
- Qoyum, A., Al Hashfi, R. U., Zusryn, A. S., Kusuma, H., & Qizam, I. (2021). Does an Islamic-SRI portfolio really matter? Empirical application of valuation models in Indonesia. *Borsa Istanbul Review*, 21(2), 105–124. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2020.08.002>
- Qoyum, A., Sakti, M. R. P., Thaker, H. M. T., & AlHashfi, R. U. (2022). Does the Islamic label indicate good environmental, social, and governance (ESG) performance? Evidence from sharia-compliant firms in Indonesia and Malaysia. *Borsa Istanbul Review*, 22(2), 306–320. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2021.06.001>
- Rafsanjani, K., Hannany, Z., & Rosdiana, N. (2025). *Kinerja saham syariah kalahkan LQ45 dan IHSI di kuartal ketiga*. IDN Financials. <https://www.idnfinancials.com/id/news/57668>
- Rizal, N. A., & Damayanti, M. K. (2019). Herding Behavior in The Indonesian Islamic Stock Market. *Journal of Islamic Monetary Economics and Finance*, 5(3), 673–690. <https://doi.org/10.21098/jimf.v5i3.1079>
- Rizqi Febriandika, N., Hakimi, F., Awalliyah, M., & Yayuli. (2023). Contagion and spillover effects of global financial markets on the Indonesian Sharia Stock Index post-COVID-19. *Investment Management and Financial Innovations*, 20(3), 35–47. [https://doi.org/10.21511/imfi.20\(3\).2023.04](https://doi.org/10.21511/imfi.20(3).2023.04)
- Ryandono, M. N. H., Widiastuti, T., Mawardi, I., Al Mustofa, M. U., Robani, A., Fanani, S., Dewi, E. P., Atiya, N., Rusanti, E., & Nisa', M. (2024). Constructing an Environmental, Social, And Governance (ESG) Index For Islamic Social Finance Institutions: Empirical Investigation From Indonesia. *Journal of Ecohumanism*, 3(4), 2620–2645. <https://doi.org/10.62754/joe.v3i4.3781>
- Subekti, R., Abdurakhman, A., & Rosadi, D. (2022). Toward the Black-Litterman with Shariah-compliant asset pricing model: a case study on the Indonesian stock market during the COVID-19 pandemic. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 15(6), 1150–1164. <https://doi.org/10.1108/IMEFM-12-2020-0633>
- Subing, H. J. T., Mulyati, Y., & Mariana, C. (2019). Factors affecting Islamic Stock Price in the Indonesian Capital Market. *International Journal of Innovation, Creativity*

- and Change*, 6(6), 125–134. <https://www.scopus.com/inward/record.uri?eid=2-s2.0-85073032497&partnerID=40&md5=d92975326dc3e341289c3ce5ebc4cf13>
- Sueb, M., Prasojo, Muhfiatun, Syarifah, L., & Nur Anggara Putra, R. (2022). The effect of shariah board characteristics, risk-taking, and maqasid shariah on an Islamic bank's performance. *Banks and Bank Systems*, 17(3), 89–101. [https://doi.org/10.21511/bbs.17\(3\).2022.08](https://doi.org/10.21511/bbs.17(3).2022.08)
- Suryadi, Endri, & Yasid, M. (2021). Risk and Return of Islamic and Conventional Indices on the Indonesia Stock Exchange. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(3), 23–30. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2021.vol8.no3.0023>
- Tumewang, Y. K., Yunita, D. N., & Hassan, M. K. (2024). A bibliometric analysis of ESG in Islamic banks: mapping current trends and projecting future research direction. *Journal of Financial Reporting and Accounting*. <https://doi.org/10.1108/JFRA-09-2023-0513>
- Usman, B., Hasnam, M. G., Nurazi, R., Baihaqi, & Aujiropngpan, S. (2024). Exploring investor attention in Shariah markets, macroeconomic influences, and corporate performance: Insights from Indonesia. *Social Sciences & Humanities Open*, 10, 101015. <https://doi.org/10.1016/j.ssaho.2024.101015>
- Widarjono, A., Shidiqie, J. S. A., & El Hasanah, L. L. N. (2021). The Sensitivity of the Indonesian Islamic Stock Prices to Macroeconomic Variables: An Asymmetric Approach. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(3), 181–190. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2021.vol8.no3.0181>
- Wu, J., Lodorfos, G., Dean, A., & Gioulmpaxiotis, G. (2017). The Market Performance of Socially Responsible Investment during Periods of the Economic Cycle – Illustrated Using the Case of FTSE. *Managerial and Decision Economics*, 38(2), 238–251. <https://doi.org/10.1002/mde.2772>
- Zuraida, Z., & Husin, A. (2022). Sustainability, Shari'ah Governance and Financial Performance: Evidence from Companies Listed on the Jakarta Islamic Index. In *Wealth Management and Investment in Islamic Settings* (hal. 249–282). Springer Nature Singapore. https://doi.org/10.1007/978-981-19-3686-9_16