E-ISSN: 3025-0994
Halaman 4944-4951
Volume 4 Nomor 4 Tahun 2026

Dampak Kepatuhan Syariah Terhadap Kinerja dan Risiko Perusahaan Tinjauan Literatur Terstruktur dan Pengembangan Kerangka Hipotesis

Dina Chairunnisa[1], Budi Gautama Siregar[2]

[1,2] Universitas Islam Negeri Syekh Ali Hasan Ahmad Addary Padangsidimpuan
e-mail: dinac972@gmail.com ; budigautama@uinsyahada.ac.id

Abstrak

Artikel ini mengkaji hubungan kepatuhan syariah dengan kinerja dan risiko perusahaan melalui sintesis literatur keuangan Islam dan keuangan korporasi. Kajian ini bertujuan menjelaskan mekanisme teoretis yang menghubungkan kepatuhan syariah dengan kinerja perusahaan, menguraikan jalur hubungannya dengan risiko, serta mengembangkan kerangka konseptual dan hipotesis yang dapat diuji pada pasar modal Indonesia. Artikel menggunakan pendekatan tinjauan literatur terstruktur yang bersifat integratif. Literatur yang dibahas mencakup penelitian mengenai screening syariah, kinerja pasar dan akuntansi, risiko perusahaan, leverage, likuiditas, tata kelola, serta perbedaan metodologi penyaringan. Sintesis menunjukkan bahwa kepatuhan syariah berpotensi berkaitan dengan kinerja melalui disiplin pendanaan, karakteristik aktivitas usaha, tata kelola, dan efisiensi. Pembatasan leverage juga berpotensi mengurangi tekanan keuangan dan risiko kesulitan keuangan. Namun, hubungan tersebut tidak bersifat otomatis. Saham dari sektor yang dikecualikan dapat memperoleh premi return, perbedaan standar screening dapat menghasilkan klasifikasi yang berbeda, dan pembatasan semesta investasi dapat memengaruhi diversifikasi portofolio. Artikel mengembangkan empat hipotesis yang memisahkan kinerja akuntansi, kinerja pasar, risiko total, dan risiko kesulitan keuangan. Kajian ini tidak melakukan pengujian data emiten atau menghasilkan estimasi statistik baru. Kontribusinya terletak pada pemisahan tingkat perusahaan, saham, dan portofolio serta penyusunan rancangan pengujian empiris yang mempertimbangkan penggunaan DES historis dan potensi look-ahead bias. Kerangka ini diharapkan membantu penelitian lanjutan membangun pengukuran yang lebih konsisten dan dapat dibandingkan.

Kata Kunci: Kepatuhan Syariah; Screening Syariah; Kinerja Perusahaan; Risiko Perusahaan; Tata Kelola.

Abstract

This article examines the relationship between Shariah compliance, corporate performance, and corporate risk through a synthesis of Islamic finance and corporate finance literature. It aims to explain the theoretical mechanisms linking Shariah compliance to corporate performance, describe its potential relationship with risk, and develop a conceptual framework and hypotheses for future testing in the Indonesian capital market. The study adopts a structured integrative literature review. The literature covers Shariah screening, market and accounting performance, corporate risk, leverage, liquidity, governance, and differences in screening methodologies. The synthesis indicates that Shariah compliance may be associated with performance through financing discipline, business activity characteristics, governance, and efficiency. Leverage restrictions may also reduce financial pressure and the likelihood of financial distress. These relationships, however, are not automatic. Stocks in excluded industries may earn a return premium, different screening standards may produce different classifications, and restrictions on the investment universe may affect portfolio diversification. The article develops four hypotheses that distinguish

accounting performance, market performance, total risk, and financial distress risk. It does not conduct a new analysis of listed-company data or report new statistical estimates. Its contribution lies in distinguishing the firm, stock, and portfolio levels and proposing an empirical testing design that accounts for historical Sharia Securities List classifications and potential look-ahead bias.

Keywords: Shariah Compliance; Shariah Screening; Corporate Performance; Corporate Risk; Corporate Governance.

LATAR BELAKANG

Investasi saham syariah berkembang sebagai bagian dari industri keuangan Islam dan sebagai pilihan investasi yang menggabungkan pertimbangan finansial dengan batasan etika dan hukum Islam. Berbeda dari investasi konvensional yang umumnya menilai saham berdasarkan risiko dan imbal hasil, investasi syariah juga mempertimbangkan karakter kegiatan usaha serta struktur keuangan emiten. Dengan demikian, status patuh syariah bukan semata label produk investasi, melainkan karakteristik perusahaan yang dapat berhubungan dengan keputusan operasi, pendanaan, dan pengelolaan risiko.

Perdebatan utama dalam literatur adalah apakah pembatasan syariah mengurangi peluang investasi dan imbal hasil, atau justru menciptakan disiplin keuangan yang mendukung kinerja jangka panjang. Bukti empiris belum sepenuhnya seragam karena penelitian menggunakan pasar, periode, metode screening, dan unit analisis yang berbeda. Penelitian berbasis indeks atau portofolio dapat menangkap kinerja agregat, tetapi sulit memisahkan pengaruh kepatuhan dari komposisi sektor, ukuran perusahaan, dan metode pembobotan. Pendekatan tingkat perusahaan memberi peluang untuk mengendalikan karakteristik tersebut dan menguji kinerja akuntansi maupun pasar secara lebih langsung.

Farhat dan Hili (2025) meneliti perusahaan individual di Amerika Serikat dengan dua tahap screening dan regresi cross-sectional kuartalan. Mereka menggunakan ukuran pasar dan akuntansi untuk kinerja serta beberapa proksi risiko. Hasilnya menunjukkan kinerja lebih tinggi dan risiko lebih rendah pada saham patuh, termasuk pada subperiode dan kondisi siklus bisnis yang berbeda. Temuan ini memberi dasar untuk pengujian pada pasar lain, tetapi generalisasinya dibatasi oleh perbedaan standar screening, struktur pasar, dan karakteristik perusahaan.

Hong dan Kacperczyk (2009) menemukan bahwa saham alkohol, tembakau, dan perjudian dapat menghasilkan return lebih tinggi karena sebagian investor institusional menghindarinya berdasarkan norma sosial. El Saleh dan Jurdi (2021) juga menunjukkan bahwa hasil screening dapat berbeda menurut metode yang digunakan. Dengan demikian, pengaruh kepatuhan perlu dianalisis melalui mekanisme pendukung dan penentangnya.

Artikel ini memiliki tiga tujuan. Pertama, menjelaskan mekanisme teoretis yang menghubungkan kepatuhan syariah dengan kinerja perusahaan. Kedua, menguraikan jalur hubungan kepatuhan syariah dengan risiko perusahaan. Ketiga, menyusun kerangka konseptual, hipotesis, dan rancangan pengujian empiris yang dapat diterapkan pada pasar modal Indonesia. Pertanyaan kajian adalah: apakah perusahaan patuh syariah cenderung memiliki kinerja yang lebih tinggi dan risiko yang lebih rendah dibandingkan perusahaan non-patuh setelah karakteristik perusahaan dikendalikan?

Kontribusi artikel terletak pada penekanan unit analisis perusahaan dan pemisahan antara risiko perusahaan dengan risiko portofolio. Artikel juga menempatkan heterogenitas standar screening sebagai isu metodologis utama. Perlu ditegaskan bahwa naskah ini tidak mengolah data emiten dan tidak menghasilkan estimasi koefisien baru. Dengan demikian, artikel dikembangkan sebagai tinjauan literatur terstruktur dan pengembangan hipotesis, bukan sebagai laporan hasil penelitian kuantitatif.

METODE

Artikel ini menggunakan pendekatan tinjauan literatur terstruktur yang bersifat integratif. Pendekatan ini dipilih karena tujuan kajian bukan menghitung ukuran efek gabungan (meta-analysis), melainkan membandingkan argumen teoretis, desain empiris, pengukuran, dan temuan penelitian terdahulu untuk membangun hipotesis yang dapat diuji. Literatur yang diprioritaskan adalah artikel jurnal akademik yang secara langsung membahas screening syariah, kinerja saham atau perusahaan, risiko, tata kelola, leverage, dan perbedaan metodologi penyaringan.

Penelusuran dan verifikasi dilakukan dengan mencocokkan judul, penulis, jurnal, tahun, DOI, serta abstrak atau metadata penerbit. Literatur mencakup studi empiris tingkat perusahaan, perbandingan metode screening, kajian bibliometrik, dan teori dasar tentang norma sosial, biaya keagenan, serta pasar dengan informasi tidak lengkap. Sumber utama meliputi Farhat dan Hili (2025), Shear dan Ashraf (2022), Pepis dan de Jong (2019), Ho dan Mohd-Raff (2019), El Saleh dan Jurdi (2021), Derigs dan Marzban (2008), Ashraf dan Khawaja (2016), Touti dan Alaoui Taïb (2024), Hong dan Kacperczyk (2009), Jensen (1986), dan Merton (1987).

Kriteria inklusi meliputi: (1) publikasi dapat diverifikasi melalui metadata penerbit atau DOI; (2) topik terkait screening syariah, kinerja, risiko, leverage, atau tata kelola; dan (3) metode atau temuan dapat ditelusuri. Sumber klasik tetap digunakan jika menjadi dasar teori. Kajian ini bukan systematic review berprotokol PRISMA dan tidak mengklaim telah mencakup seluruh publikasi di semua basis data.

Sintesis dilakukan secara tematik pada lima kelompok: kinerja pasar dan akuntansi; risiko perusahaan; penyaringan aktivitas dan rasio keuangan; tata kelola, leverage, dan likuiditas; serta penyebab perbedaan hasil. Perbandingan memperhatikan unit analisis, proksi, cakupan pasar, dan arah temuan. Karena cakupan penelusuran tidak bersifat menyeluruh, jumlah dokumen tidak dinyatakan sebagai statistik populasi literatur.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Sintesis Literatur dan Pembahasan

Screening Syariah dan Klasifikasi Perusahaan

Screening syariah umumnya terdiri atas dua tahap. Pertama, penyaringan aktivitas usaha yang mengecualikan kegiatan yang tidak sesuai prinsip syariah. Kedua, penyaringan keuangan yang menilai rasio utang, aset atau pendapatan berbasis bunga, dan unsur non-halal sesuai standar lembaga terkait. Derigs dan Marzban (2008) menunjukkan bahwa standar berbeda menghasilkan semesta saham yang berbeda; Ashraf dan Khawaja (2016) juga menemukan perbedaan komposisi portofolio antarstandar.

Dalam penelitian, variabel kepatuhan harus menyebutkan sumber klasifikasi, standar, tanggal evaluasi, dan periode berlakunya. Untuk Indonesia, klasifikasi historis perlu merujuk pada DES untuk setiap periode observasi. Menggunakan DES terkini untuk seluruh tahun historis dapat menimbulkan look-ahead bias.

Kepatuhan Syariah dan Kinerja Perusahaan

Pembatasan rasio keuangan dapat mendorong perusahaan menjaga utang dan eksposur pendapatan berbasis bunga. Tingkat utang yang terkendali berpotensi mengurangi beban keuangan dan meningkatkan ruang menghadapi guncangan. Ho dan Mohd-Raff (2019) menunjukkan bahwa determinan kinerja berbeda antara perusahaan patuh dan non-patuh, sehingga ukuran, leverage, likuiditas, dan fundamental lain perlu diperhitungkan.

Prinsip syariah menekankan keadilan, transparansi, dan larangan penipuan. Jika diterapkan melalui pengendalian internal, pengungkapan, dan pengawasan, prinsip tersebut dapat menekan konflik kepentingan serta memperkuat kepercayaan. Touti dan Alaoui Taïb (2024) mengidentifikasi keterkaitan literatur kepatuhan dengan tata kelola dan manajemen risiko. Namun, kajian bibliometrik memetakan tema penelitian dan bukan bukti kausal pada setiap perusahaan.

Penyaringan aktivitas usaha dapat mengarahkan perusahaan pada kegiatan yang sesuai prinsip syariah. Pepis dan de Jong (2019) melaporkan hubungan positif praktik bisnis patuh dengan ukuran kinerja jangka panjang tertentu. Farhat dan Hili (2025) juga menemukan kinerja pasar dan akuntansi lebih tinggi pada saham patuh dalam sampel mereka.

Terdapat argumen tandingan. Hong dan Kacperczyk (2009) menemukan bahwa saham sektor yang dihindari investor berbasis norma sosial dapat memperoleh premi return. Karena itu, keunggulan perusahaan patuh tidak boleh diasumsikan berasal dari return sektor yang dikecualikan; kinerja operasional, disiplin pendanaan, dan tata kelola perlu diuji.

Jensen (1986) menjelaskan bahwa utang dapat membatasi keleluasaan manajer menggunakan arus kas bebas untuk proyek tidak produktif. Jika perusahaan patuh memiliki leverage rendah dan kas berlebih, sebagian manfaat disiplin utang mungkin berkurang. Pembatasan leverage dapat meningkatkan ketahanan, tetapi belum tentu selalu meningkatkan efisiensi.

Kepatuhan Syariah dan Risiko Perusahaan

Pembatasan leverage dapat mengurangi kewajiban pembayaran tetap dan sensitivitas terhadap kenaikan biaya pendanaan. Perusahaan dengan utang lebih rendah berpotensi memiliki ruang penyesuaian lebih besar ketika pendapatan turun. Pepis dan de Jong (2019) memasukkan rasio likuiditas dan leverage dalam pembahasan screening, sedangkan Farhat dan Hili (2025) melaporkan risiko lebih rendah pada saham patuh.

Jalur kedua adalah likuiditas dan kemampuan bertahan. Perusahaan dengan penyangga likuiditas memadai cenderung lebih mampu memenuhi kewajiban jangka pendek dan mempertahankan operasi ketika terjadi guncangan. Namun, likuiditas berlebihan juga dapat mencerminkan aset menganggur. Oleh karena itu, likuiditas perlu dianalisis bersama profitabilitas dan efisiensi penggunaan aset, bukan diasumsikan selalu menguntungkan.

Shear dan Ashraf (2022), menggunakan data perusahaan di Pakistan, menemukan reaksi negatif yang lebih kecil pada saham syariah selama guncangan COVID-19. Temuan ini mendukung kemungkinan ketahanan yang lebih baik, tetapi tidak membuktikan bahwa semua saham patuh selalu memiliki beta atau volatilitas lebih rendah.

Perlu pula dibedakan risiko perusahaan dari risiko portofolio. Pembatasan semesta investasi syariah dapat mengurangi jumlah saham yang dapat dipilih investor. Merton (1987) menunjukkan bahwa keterbatasan informasi investor dapat memengaruhi struktur kepemilikan dan harga sekuritas. Dalam konteks screening, pembatasan pilihan investasi berpotensi menimbulkan konsentrasi sektor atau mengurangi diversifikasi pada tingkat portofolio. Karena itu, risiko perusahaan patuh yang lebih rendah tidak otomatis menghasilkan risiko portofolio yang lebih rendah.

Perbedaan Temuan dan Research Gap

Farhat dan Hili (2025) menemukan keunggulan kinerja pada tingkat perusahaan dengan ukuran pasar dan akuntansi. Pepis dan de Jong (2019) juga melaporkan hubungan positif praktik bisnis patuh dengan ukuran kinerja jangka panjang. Temuan tersebut mendukung kemungkinan bahwa screening berhubungan dengan fundamental perusahaan, bukan hanya preferensi investor.

Namun, hasil portofolio tidak selalu searah. Ashraf dan Khawaja (2016) menunjukkan bahwa standar screening memengaruhi komposisi portofolio, sedangkan El Saleh dan Jurdi (2021) menemukan perbedaan hasil pada delapan metode screening di Australia. Hubungan rasio utang dan pemurnian dengan kinerja juga tidak identik dengan hubungan rasio likuiditas. Klaim keunggulan kinerja harus mempertimbangkan definisi kepatuhan dan metode konstruksi portofolio.

Shear dan Ashraf (2022) menemukan ketahanan relatif saham syariah selama guncangan COVID-19, sedangkan Farhat dan Hili (2025) melaporkan risiko lebih rendah pada perusahaan patuh. Namun, ketahanan selama satu krisis tidak sama dengan risiko yang selalu lebih rendah dalam jangka panjang.

Analisis perlu memisahkan tiga tingkat. Pada tingkat perusahaan, yang diuji adalah profitabilitas dan risiko operasional. Pada tingkat saham, yang diuji adalah return, beta, dan

volatilitas. Pada tingkat portofolio, yang diuji adalah kombinasi risiko-return dan diversifikasi. Penurunan leverage dapat mengurangi distress perusahaan, tetapi portofolio yang dibatasi pada saham patuh mungkin lebih terkonsentrasi.

Untuk Indonesia, DES historis penting karena status perusahaan dapat berubah akibat perubahan kegiatan usaha, pendanaan, pendapatan, atau kriteria. Menggunakan klasifikasi terbaru untuk seluruh periode dapat menghasilkan kesalahan klasifikasi. Perbedaan sektor juga perlu diperhitungkan karena rasio keuangan antarindustri tidak selalu sebanding.

Temuan yang beragam dapat dijelaskan oleh teori yang berbeda. Norma sosial menjelaskan premi saham sektor yang dikecualikan; teori biaya keagenan menjelaskan bahwa utang dapat membatasi pemborosan manajerial; sedangkan Merton (1987) menunjukkan bahwa keterbatasan informasi dapat memengaruhi harga dan diversifikasi. Karena itu, risiko perusahaan yang lebih rendah tidak otomatis berarti return portofolio lebih tinggi.

Kerangka Teoretis dan Pengembangan Hipotesis

Pengembangan Hipotesis Kinerja

Berdasarkan argumen teoretis dan temuan penelitian terdahulu, hipotesis kinerja dipisahkan menurut dimensi akuntansi dan pasar agar konstruk yang diuji lebih spesifik.

H1a: Perusahaan yang patuh syariah memiliki kinerja akuntansi yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan non-patuh, setelah mengendalikan karakteristik perusahaan.

H1b: Perusahaan yang patuh syariah memiliki kinerja pasar yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan non-patuh, setelah mengendalikan karakteristik perusahaan.

Pengembangan Hipotesis Risiko

Karena risiko total dan risiko kesulitan keuangan merupakan dimensi yang berbeda, hipotesis risiko juga dipisahkan. Risiko sistematik tetap relevan sebagai ukuran tambahan, tetapi tidak dimasukkan ke hipotesis utama sebelum dukungan teoretis dan empirisnya diperkuat.

H2a: Perusahaan yang patuh syariah memiliki risiko total yang lebih rendah dibandingkan perusahaan non-patuh, setelah mengendalikan karakteristik perusahaan.

H2b: Perusahaan yang patuh syariah memiliki risiko kesulitan keuangan yang lebih rendah dibandingkan perusahaan non-patuh, setelah mengendalikan karakteristik perusahaan.

Model Konseptual

Model konseptual menempatkan kepatuhan syariah sebagai variabel independen dan kinerja serta risiko sebagai dua kelompok variabel dependen. Kinerja dibedakan menjadi kinerja akuntansi dan kinerja pasar, sedangkan risiko dibedakan menjadi risiko total dan risiko kesulitan keuangan.

Kepatuhan syariah → Kinerja akuntansi (H1a: hubungan positif)
Kepatuhan syariah → Kinerja pasar (H1b: hubungan positif)
Kepatuhan syariah → Risiko total (H2a: hubungan negatif)
Kepatuhan syariah → Risiko kesulitan keuangan (H2b: hubungan negatif)

Ukuran perusahaan, pertumbuhan, sektor, dan karakteristik perusahaan lainnya dapat dipertimbangkan sebagai variabel kontrol. Leverage dan likuiditas perlu diperlakukan secara hati-hati karena keduanya dapat menjadi mekanisme yang menghubungkan kepatuhan dengan kinerja atau risiko. Oleh karena itu, model hubungan total sebaiknya dibedakan dari model tambahan yang memasukkan variabel mekanisme.

Model ini merupakan kerangka konseptual yang diturunkan dari sintesis literatur, bukan bukti bahwa mekanisme atau hubungan tersebut telah terbukti secara empiris.

Implikasi dan Rancangan Pengujian Empiris

Penelitian lanjutan pada pasar modal Indonesia dapat menggunakan data panel perusahaan non-keuangan BEI. Periode dipilih berdasarkan ketersediaan DES historis,

laporan keuangan, dan harga saham. Perusahaan keuangan dapat dikecualikan karena rasio dan struktur modalnya berbeda, atau dianalisis terpisah dengan definisi yang sesuai.

Unit analisis dapat berupa perusahaan-tahun atau perusahaan-kuartal. Perusahaan diklasifikasikan berdasarkan DES pada tanggal evaluasi yang relevan. Perusahaan yang tidak tercantum dalam DES menjadi kelompok pembanding, tetapi status tersebut tidak boleh ditafsirkan sebagai bukti kegagalan pada satu kriteria tertentu. Tanggal publikasi DES harus dicatat agar klasifikasi tidak menggunakan informasi masa depan.

Variabel independen utama adalah kepatuhan syariah (COMPLY), berupa variabel dummy: 1 untuk perusahaan yang masuk DES pada periode pengamatan dan 0 untuk perusahaan pembanding yang tidak masuk DES. Untuk menghindari bias pemilihan sampel, perusahaan pembanding sebaiknya berasal dari sektor dan periode yang sebanding. Alternatif yang lebih kuat adalah membentuk pasangan perusahaan berdasarkan sektor, ukuran, dan tahun.

Kinerja pasar dapat diukur dengan return saham dan return abnormal terhadap benchmark. Kinerja akuntansi dapat menggunakan ROA, ROE, margin operasi, atau pertumbuhan laba operasi. Definisi dan periode pengukuran harus konsisten; return juga sebaiknya memasukkan dividen apabila datanya tersedia.

Risiko total dapat diukur menggunakan standar deviasi return saham dalam jendela waktu tertentu. Risiko sistematik dapat diukur dengan beta saham yang diestimasi terhadap indeks pasar yang relevan. Risiko idiosinkratik dapat dihitung dari volatilitas residual model faktor atau model pasar. Risiko distress dapat diproksikan menggunakan Altman Z-score atau indikator berbasis leverage dan likuiditas, dengan penyesuaian formula terhadap karakteristik pasar dan sektor. Pemilihan ukuran harus memperhatikan keterbatasan data dan karakter industri.

Untuk menjaga konsistensi dengan hipotesis yang telah dipisahkan, kinerja akuntansi dan pasar perlu diestimasi dalam model terpisah. Demikian pula, risiko total dan risiko kesulitan keuangan perlu menggunakan proksi serta model yang sesuai dengan karakter masing-masing.

Model kinerja akuntansi dapat dirumuskan sebagai:

$$PERF_{it} = \alpha + \beta_1 COMPLY_{it} + \gamma' CONTROL_{it} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it}$$

Model kinerja pasar dapat dirumuskan dengan spesifikasi yang sama, tetapi menggunakan ukuran kinerja pasar sebagai variabel dependen.

Model risiko total dapat dirumuskan sebagai:

$$RISK_{it} = \alpha + \beta_1 COMPLY_{it} + \gamma' CONTROL_{it} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it}$$

Model risiko kesulitan keuangan dapat dirumuskan dengan spesifikasi yang sama, tetapi menggunakan indikator financial distress sebagai variabel dependen.

Dalam persamaan, i menunjukkan perusahaan dan t menunjukkan waktu; μ_i adalah efek tetap perusahaan, λ_t efek waktu, dan ε_{it} komponen galat. H1 didukung jika β_1 positif dan signifikan pada ukuran kinerja; H2 didukung jika β_1 negatif dan signifikan pada ukuran risiko. Efek tetap dan kesalahan baku yang sesuai dapat membantu menangani heterogenitas dan struktur data panel.

Kontrol dapat mencakup ukuran perusahaan, leverage, likuiditas, pertumbuhan penjualan, book-to-market, dan efek sektor. Namun, leverage dan likuiditas mungkin merupakan mekanisme pengaruh kepatuhan. Model utama untuk hubungan total sebaiknya dibedakan dari model tambahan yang memasukkan variabel mekanisme.

Ancaman validitas meliputi endogenitas, bias penyintas, bias pemilihan sampel, dan perubahan standar screening. Perusahaan dapat menyesuaikan struktur pendanaan untuk memenuhi kriteria, sementara sampel dengan data lengkap dapat mengabaikan perusahaan yang delisting. Peneliti dapat mempertimbangkan variabel lag, pencocokan sampel, fixed effects, dan uji sensitivitas. Metode tersebut tidak otomatis menghilangkan bias dan harus didukung asumsi identifikasi yang jelas.

Uji Ketahanan dan Analisis Siklus Bisnis

Untuk memastikan bahwa hubungan kepatuhan dengan kinerja dan risiko tidak bergantung pada satu pilihan pengukuran, penelitian empiris perlu menyusun beberapa uji

ketahanan. Pertama, status kepatuhan dapat diuji menggunakan klasifikasi DES historis dan, apabila data memungkinkan, klasifikasi alternatif dari penyedia indeks yang relevan. Perbedaan hasil antarstandar harus dilaporkan sebagai temuan substantif, bukan disembunyikan dengan memilih satu standar yang menghasilkan koefisien paling kuat. Kedua, kinerja diuji menggunakan lebih dari satu proksi, misalnya ROA dan return saham, sedangkan risiko diuji menggunakan volatilitas, beta, dan indikator distress. Ketiga, estimasi dapat diulang dengan mengecualikan sektor tertentu atau perusahaan dengan karakteristik ekstrem untuk mengetahui apakah hasil didorong oleh komposisi industri atau pencilan.

Analisis siklus bisnis dapat dilakukan dengan membagi periode observasi ke dalam fase tekanan dan pemulihan ekonomi berdasarkan indikator makro yang ditetapkan sebelum estimasi. Alternatifnya, model dapat memasukkan interaksi antara COMPLY dan indikator kondisi ekonomi. Koefisien interaksi menunjukkan apakah hubungan kepatuhan dengan kinerja atau risiko berubah ketika kondisi ekonomi memburuk. Pembagian periode tidak boleh ditentukan setelah melihat hasil regresi karena berisiko menimbulkan pemilihan spesifikasi. Farhat dan Hili (2025) melaporkan bahwa hasil mereka tetap kuat pada beberapa subperiode dan kondisi siklus bisnis, tetapi ketahanan tersebut perlu diuji kembali pada konteks Indonesia.

Seluruh uji tersebut merupakan rancangan analisis yang disarankan, bukan hasil yang telah diperoleh dalam artikel ini. Pelaksanaannya memerlukan data historis yang lengkap dan definisi periode yang transparan.

Implikasi Penelitian

Bagi investor, hasil kajian ini menyarankan agar status syariah diperlakukan sebagai salah satu informasi dalam analisis fundamental, bukan sebagai jaminan keuntungan atau perlindungan penuh dari kerugian. Investor tetap perlu menilai profitabilitas, arus kas, kualitas manajemen, valuasi, likuiditas perdagangan, dan risiko pasar. Kepatuhan syariah tidak menghapus risiko bisnis maupun risiko sistematik.

Bagi manajemen perusahaan, kriteria kepatuhan dapat menjadi dorongan untuk menjaga struktur pendanaan dan memperkuat disiplin dalam pemilihan aktivitas usaha. Namun, perusahaan tidak seharusnya mengejar kepatuhan secara administratif saja. Transparansi, pengawasan internal, pengelolaan risiko, dan kualitas pengungkapan harus menjadi praktik substantif. Manajemen juga perlu memastikan bahwa pembatasan pendanaan tidak menyebabkan perusahaan kehilangan investasi produktif yang layak.

Bagi regulator dan penyusun indeks syariah, transparansi metodologi screening merupakan aspek penting. Kriteria aktivitas usaha, rasio keuangan, sumber data, periode evaluasi, serta mekanisme perubahan status perlu dikomunikasikan secara jelas. Konsistensi dan ketersediaan data historis akan meningkatkan kualitas penelitian dan membantu investor membandingkan emiten secara tepat.

Penelitian berikutnya dapat menguji H1 dan H2 pada emiten Indonesia dengan data historis DES, laporan keuangan, dan harga saham. Analisis dapat membedakan perusahaan yang konsisten patuh, baru masuk DES, dan keluar dari DES, serta menguji perbedaan menurut sektor, ukuran, kondisi ekonomi, dan leverage awal.

SIMPULAN

Kajian ini menunjukkan bahwa kepatuhan syariah berpotensi berhubungan dengan kinerja dan risiko perusahaan melalui karakteristik aktivitas usaha, disiplin pendanaan, struktur leverage, likuiditas, dan tata kelola. Namun, hubungan tersebut tidak bersifat otomatis dan dapat dipengaruhi oleh perbedaan standar screening, karakteristik sektor, serta kondisi pasar. Kepatuhan syariah juga perlu dibedakan dari kinerja portofolio karena pembatasan semesta investasi dapat memengaruhi diversifikasi dan profil risiko investor. Berdasarkan sintesis literatur, artikel ini mengembangkan hipotesis mengenai hubungan positif antara kepatuhan syariah dan kinerja akuntansi maupun pasar, serta hubungan negatif antara kepatuhan syariah dan risiko total maupun risiko kesulitan keuangan. Hipotesis tersebut masih memerlukan pengujian empiris dan tidak dapat diperlakukan sebagai kesimpulan kausal.

Keterbatasan utama kajian adalah belum dilakukannya pengujian menggunakan data perusahaan secara langsung. Penelitian selanjutnya dapat menguji hipotesis pada emiten Indonesia dengan memanfaatkan DES historis, laporan keuangan, dan data harga saham melalui analisis data panel. Pengujian perlu memperhatikan perubahan status kepatuhan, karakteristik perusahaan, serta uji ketahanan dengan definisi dan proksi alternatif.

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/10.1016/J.Jebo.2016.10.003

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/10.1108/17538390810919600

El Saleh, A. I., & Jurdi, D. J. (2021). Stock Performance Under Alternative Shariah Screening Methods: Evidence From Australia. Accounting & Finance, 61(3), 4339–4388. Https://Doi.Org/10.1111/Acfi.12735

Farhat, A., & Hili, A. (2025). The Impact Of Shariah Compliance On Firm's Performance And Risk. Review Of Financial Economics, 43(2), 231–257. Https://Doi.Org/10.1002/Rfe.1227

Ho, C. S. F., & Mohd-Raff, N. E. N. (2019). External And Internal Determinants Of Performances Of Shariah And Non-Shariah Compliant Firms. International Journal Of Islamic And Middle Eastern Finance And Management, 12(2), 236–253. Https://Doi.Org/10.1108/IMEFM-08-2017-0202

Hong, H., & Kacperczyk, M. (2009). The Price Of Sin: The Effects Of Social Norms On Markets. Journal Of Financial Economics, 93(1), 15–36. Https://Doi.Org/10.1016/J.Jfineco.2008.09.001

Jensen, M. C. (1986). Agency Costs Of Free Cash Flow, Corporate Finance, And Takeovers. American Economic Review, 76(2), 323–329.

Merton, R. C. (1987). A Simple Model Of Capital Market Equilibrium With Incomplete Information. The Journal Of Finance, 42(3), 483–510. Https://Doi.Org/10.1111/J.1540-6261.1987.Tb04565.X

Pepis, S., & De Jong, P. (2019). Effects Of Shariah-Compliant Business Practices On Long-Term Financial Performance. Pacific-Basin Finance Journal, 53, 254–267. Https://Doi.Org/10.1016/J.Pacfin.2018.11.002

Shear, F., & Ashraf, B. N. (2022). The Performance Of Islamic Versus Conventional Stocks During The COVID-19 Shock: Evidence From Firm-Level Data. Research In International Business And Finance, 60, 101622. Https://Doi.Org/10.1016/J.Ribaf.2022.101622

Sugiyono. (2021). Metode Penelitian Kuantitatif. Bandung: Alfabeta.

Sugiyono. (2021). Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, Dan R&D. Bandung: Alfabeta.

Sugiyono & Lestari, P. (2021). Metode Penelitian Komunikasi. Bandung: Alfabeta.

Sugiyono. (2022). Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, Dan R&D. Bandung: Alfabeta.

Sugiyono. (2023). Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, Dan R&D. Bandung: Alfabeta.

Touti, N., & Alaoui Taïb, A. (2024). Research Status And Prospects Of Shariah Compliance Impact On Firm Risk, Performance And Resilience. Journal Of Islamic Monetary Economics And Finance, 10(4), 679–708. Https://Doi.Org/10.21098/Jimf.V10i4.2152