

## Perubahan Capital Aset Pricing Model, Risiko, dan Efisiensi: Triger Unit Asuransi Full-Pledge Syariah

Erny Arianty<sup>1\*</sup>, Abdul Ghoni<sup>2)</sup>

<sup>1</sup> Polytechnic of State Finance STAN

<sup>2</sup> Universitas MUhammadiyah Jakarta

\*Email korespondensi: [ernyarianty@pknstan.ac.id](mailto:ernyarianty@pknstan.ac.id)

### Abstract

*This research aims to analyze changes in capital asset pricing, risk levels, and efficiency as triggers for sharia insurance units to immediately provide full sharia guarantees. The method used is a quantitative method using financial ratios, Capital Asset Pricing Model (CAPM), and Financial Ratios. CAPM is used to find stock returns, financial ratios for risk and level of return. The results show that there is a change in PT JMAS stock returns which shows a decline in value. Regarding risk mitigation, the third company demonstrated effective risk control. Jasindo is bolder in taking premium risks, but the company has a strategy to increase the percentage of claims that become liabilities to reinsurance companies. In contrast to the Askrida sharia which is more careful in choosing premiums with high risks, this results in claims values that are relatively low and continue to decline. Finally, only the Askrida Syariah company shows a stable value even though the size is not yet significant. ROA growth at Jasando Syariah is less stable in maintaining returns from the use of its assets. There were less stable changes in ROA during 5 periods, 2017, 2018, 2019, 2021 and 2022..*

**Keywords :** CAPM, risk, efisiensi, insurance, sharia

**Saran sitasi:** Arianty, E., & Ghoni, A. (2024). Perubahan Capital Aset Pricing Model, Risiko, dan Efisiensi: Triger Unit Asuransi Full-Pledge Syariah. *Jurnal Ilmiah Ekonomi Islam*, 10(01), 498-510. doi: <http://dx.doi.org/10.29040/jiei.v10i1.12235>

**DOI:** <http://dx.doi.org/10.29040/jiei.v10i1.12235>

### 1. PENDAHULUAN

Berdasarkan Undang-Undang Republik Indonesia nomor 4 tahun 2023 tentang Pengembangan dan Penguatan Sektor Keuangan (PPSK), pemilihan untuk sepenuhnya full-pledge syariah/akan spin-off bagi industri asuransi syariah, yang sebelumnya ditentukan paling lambat tahun 2024 sesuai UU nomor 40 tahun 2014, akan diserahkan sesuai pilihan manajemen perusahaan. Apabila Unit Usaha Syariah (UUS) telah siap baik dari sisi permodalan, nilai aset, dan juga sarana prasarana telah mendukung, UUS tersebut diperbolehkan mengimplementasikan spin-off. Namun, apabila belum siap, juga diperbolehkan menunda. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian sebelumnya terdapat beberapa pemilihan dari kebijakan spin-off yang dapat berupa penundaan pelaksanaan spin-off, meneruskan spin-off, atau bisa berupa bentuk akuisisi usaha (Arianty & Ghoni, 2023) Bagi yang akan melanjutkan menjadi full-pledge,

pilihan dapat berupa membentuk perusahaan baru atau dengan meneruskan perusahaan yang ada yang dikonversi ke syariah (Rizqulloh, 2013). Apabila pilihannya tetap menjadi unit syariah, Waskin menyampaikan UUS dapat bekerja sama dengan induk model Dual Banking Leverage Model (DBLM) (Waskin et.al, 2021). Hagedorn et.al (2018) memberikan pendapat perusahaan yang telah *spin-off* bisa melakukan aliansi dengan perusahaan lainnya untuk mencapai kinerja keuangan yang optimal (Hagedoorn, Lokshin, & Malo, 2019).

Tujuan dari penerbitan UU PPSK tetap melihat kepentingan dari industri asuransi syariah yang memberikan kontribusi dalam perekonomian serta mengembangkan pasar keuangan syariah. Selain itu diharapkan industri asuransi syariah terus tumbuh dan menjadi mitra industri perbankan syariah dalam memberikan perlindungan terhadap nasabah dan juga

perusahaan syariah lainnya (Nasution, 2019). Diharapkan dengan penebitan UU PPSK ini UUS yang belum mencapai kepemilikan dana tabarru dan investasi sebesar 50 % dari dana induk dan bagi UUS yang belum memiliki kecukupan modal untuk persyaratan menjadi full-pledge dapat meneruskan bisnisnya sampai menjadi siap memenuhi kriteria spin-off. Pemerintah tidak mengharapkan terjadinya penurunan pertumbuhan industri asuransi syariah yang disebabkan kurangnya modal dan tidak tercapainya nilai dana tabarru sesuai ketentuan kebijakan sin-off sebelumnya. Seperti yang disampaikan peneliti sebelumnya, berdasarkan proyeksi dana tabarru, belum ada UUS yang dapat merealisasikan ketentuan prosentase dana tabarru sampai dengan akhir tahun 2024 sesuai UU nomor 40 tahun 2014 (Yustiani & et.al, 2022); (Nurhayat, 2021); (Arianty, Utami, Yustiani, & Haniyah, 2023)

Perlu diperhatikan indikator yang sebaiknya dipertimbangkan pada saat menjadi full-pledge syariah meskipun tujuan awal dari spin-off tersebut diharapkan manfaat yang diperoleh mengalami peningkatan, seperti peningkatan profitabilitas dan efisiensi (Udin, 2010). Manfaat lainnya berdampak pada kinerja keuangan; (Nurfadilah & Samidi, 2019); (Hamid, 2015) dan nilai pasar yang berdampak pada nilai kepemilikan pemegang saham (Al. Arif, 2020); (Cristo & R.W, 2006). Namun, fakta yang terjadi dengan didasarkan pada penelitian sebelumnya dampak spin-off ada yang memberi pengaruh kepada penurunan profit, tingkat efisiensi yang menurun, dan nilai aset yang menurun (AL Arif, 2015); (Fitriyani, 2018); (Ghoni & Arianty, 2021) (Arianty & Ghoni, 2022).

Selain indikator yang telah disebutkan di atas, ada faktor lain yang mungkin bisa menjadi pertimbangan dalam memutuskan apakah akan tetap sin-off atau menunda, seperti faktor nilai saham dan pengembalian investasi (Nasution, 2019); (Gusni & Riantan, 2017) atau mungkin bisa dilihat dari kemampuan dalam pengendalian risiko yang akan memberi dampak pada peningkatan performa (Lijebloom, 2016). Hal ini bisa diterima karena pada saat spin-off, industri asuransi syariah akan mengalami perubahan tata kelola dan struktur manajemen yang terpisah dengan induk perusahaan. Hal ini menyebabkan keputusan yang sifatnya strategis langsung bisa lebih cepat ditetapkan karena tidak perlu lagi melalui pimpinan pusat induk perusahaan. Dewan direksi dan jajaran manajemen

akan lebih independen dalam pengembangan usaha pengambilan keputusan yang memungkinkan akan berpengaruh pada nilai saham perusahaan. Begitu juga dengan independensi dalam mengendalikan risiko sehingga perusahaan lebih dapat memitigasi risiko yang berdampak pada terjadinya kebangkrutan. Ketiga indikator tersebut juga merupakan indikator yang dipertimbangkan investor dalam menentukan portofolio investasinya, yaitu nilai aset investee, return, dan risiko (Febrianto & Rachman, 2016) (Shaikh & et.al, 2019)

Nilai pasar saham dan hasil investasi perusahaan erat kaitannya dengan pengendalian risiko. Pada saat pengendalian risiko yang diambil efektif, hal ini akan mempengaruhi nilai pasar saham dan hasil investasi (Arja'i & Qudratullah, 2013). Risiko asuransi yang terdapat di perusahaan asuransi merupakan risiko yang disebabkan akibat kegagalan dalam memenuhi klaim asuransi yang harus dimitigasi risiko tersebut. Terkait hal ini, independensi manajemen mempengaruhi kualitas pengambilan keputusan termasuk pengambilan risiko yang berdampak pada nilai perusahaan. Hal ini sesuai dengan penelitian sebelumnya bahwa independensi pimpinan mempengaruhi keputusan pengambilan risiko (Aggarwal et al, 2009); (Sadaa & et.al, 2023).

Berdasarkan pada kondisi tersebut yang telah diuraikan pada paragraf sebelumnya, saat UUS akan full-pledge syariah, perubahan tata kelola akan terjadi karena UUS menjadi perusahaan yang mandiri dan secara struktur akan lepas dari perusahaan induknya. UUS yang telah spin-off akan memiliki dewan yang terpisah dan pimpinan yang lebih independen tidak tergantung pada putusan-putusan perusahaan induk. Hal ini menjadi tantangan tersendiri bagi UUS asuransi syariah untuk mencapai potensi yang ada dalam meningkatkan nilai perusahaan yang dapat berupa kenaikan nilai pasar saham, hasil investasi yang memenuhi keinginan pasar, dan menurunkan klaim asuransi.

Hal inilah yang menjadi salah satu pembeda dengan penelitian sebelumnya baik dari sisi topik yang diangkat maupun industri yang menjadi objek yang diteliti. Penelitian ini akan mengangkat topik terkait nilai aset modal, risiko asuransi, dan tingkat efisiensi yang telah dicapai oleh perusahaan asuransi full-pledge syariah yang sebelumnya merupakan unit syariah dan perusahaan full-pledge syariah sejak berdiri dan telah go publik. Penelitian terdahulu juga telah mengangkat topik terkait nilai aset modal

(capital asset price), akan tetapi lebih banyak membahas pada faktor-faktor pembentuk nilai tersebut, seperti tingkat risiko, bunga, faktor ekonomi makro, dan inflasi dengan objek industri perbankan (Hanif & et.al, 2019); (Baghdadabad, 2014); (Arja'i & Qudratullah, 2013); (Febrianto & Rachman, 2016). Penelitian terkait CAPM yang dikaitkan dengan instrument keuangan syariah (Bahloul & Mathlouthli, 2022); Subekti et.al (2022); Shaikh et.al (2018). Penelitian lainnya terkait risiko lebih menghubungkan dengan governance, quality asset profitabilitas yang dilatarbelakangi adanya krisis global (Nguye & Dang, 2022); (Sadaa & et.al, 2023); (Abid & et.al, 2022); (Abid et.al, 2021; Mehmood & Luca, 2023). Terkait dengan penelitian spin-off, topik lebih memfokuskan pada dampak terhadap profitabilitas dan efisiensi (Udin, 2010); (Al Arif M. , 2018); (Hollowell, 2009); (Halai, 2015); (Bagus, 2019); (Sihombing & Yahya, M.R, 2016).

Berbeda dengan penelitian ini, topik penelitian akan mengangkat faktor-faktor yang dapat menjadi trigger bagi perusahaan asuransi syariah baik yang masih berbentuk unit syariah maupun perusahaan asuransi yang akan berdiri dan masih konvensional untuk menjadi full-pledge syariah dengan cara menganalisis pencapaian yang diperoleh perusahaan yang telah full-pledge atas nilai aset modal, pengendalian risiko asuransi, dan pencapaian tingkat efisiensi.

Struktur atau format penyajian penelitian ini berikutnya, meliputi kajian literatur, metodologi penelitian, hasil dan pembahasan, simpulan, serta referensi

## **KAJIAN LITERATUR**

### **Asuransi Syariah, Efisiensi, CAPM, Spin-off**

Asuransi syariah merupakan suatu cara untuk mengurangi risiko dengan jalan memindahkan dan mengkombinasikan ketidakpastian akan adanya kerugian keuangan (finansial) dengan cara-cara sesuai dengan syariah (Suma, 2020) Prinsip syariah yang dimaksud adalah menghilangkan unsur ketidakpastian yang disebut gharar, unsur judi yang disebut maisir dan unsur bunga yang disebut riba (Arianty, Nafis, & Ghoni, How to Increase the Accountability of Cash Waqf Linked Sukuk: Maqāṣid Asy-syarī'ah Approach, 2023). Pengertian asuransi syariah menurut Fatwa DSN, yaitu: Asuransi Syariah (Ta'min, Asuransi Syariah atau Tadhamun) adalah usaha saling melindungi dan tolong-menolong di

antara sejumlah orang/pihak melalui investasi dalam bentuk aset dan / atau tabarru' yang memberikan pola pengembalian untuk menghadapi resiko tertentu melalui akad (perikatan) yang sesuai dengan syariah. Konsep asuransi syariah berbeda dengan konsep asuransi konvensional. Pada asuransi syariah, peserta asuransi melakukan perjanjian/perikatan dengan perusahaan asuransi berdasarkan akad tabarru. Peserta menyetorkan premi/dana kontribusi sejumlah yang telah disepakati. Dana peserta ini akan dikelola oleh perusahaan asuransi dan akan menjadi bagian dari dana tabarru. Dana kontribusi tidak diakui sebagai pendapatan perusahaan. Perusahaan asuransi hanya mengakui pendapatan sebesar ujuh yang diterima dari jasa mengelola dana tersebut. Dalam konsep asuransi syariah ini, para peserta saling menanggung sehingga terjadi *sharing* risiko sesama peserta dan perusahaan hanya menjalankan fungsi sebagai pengelola saja, baik itu mengelola dana maupun pembayaran klaim bagi peserta. Hal inilah yang membedakan dengan asuransi konvensional di mana pada asuransi konvensional bukan *sharing* risiko tetapi mentransfer risiko dari peserta kepada perusahaan asuransi.

Efisiensi menunjukkan kemampuan suatu organisasi/entitas dalam mengelola sumber daya untuk mencapai tujuan atau sasaran (Rakhmawati, 2017). Efisiensi dapat menunjukkan hasil kinerja yang dicapai dengan beberapa strategi yang dilakukan. Pengertian efisiensi menurut Niswati (2014) merupakan kemampuan yang dimiliki oleh entitas untuk melakukan pekerjaan dengan tepat dan sesuai dengan yang direncanakan, output yang dihasilkan lebih banyak dibandingkan dengan inputnya (Niswati, 2014). Pengukuran efisiensi perlu dilakukan untuk mengetahui apakah yang dilakukan oleh suatu entitas tepat atau tidak. Terkait dengan pengukuran efisiensi, ada beberapa indikator yang dapat digunakan, salah satunya adalah *profitabilitas*. *Profitabilitas* mempengaruhi tingkat efisiensi suatu perusahaan (Arianty, Utami, Yustiani, & Haniyah, 2023). Unsur-unsur pembentukan terjadinya profitabilitas dalam hal ini dapat berupa aset yang menghasilkan pendapatan dan keuntungan atau lebih dikenal dengan ROA, unsur pendapatan, dan beban sebagai pengurang pendapatan sehingga menghasilkan laba bagi perusahaan (Haniyah, Rizqi, Arianty, & Yustiani, 2022)

Pengertian *spin off* menurut Nasuha (2012) merupakan suatu tindakan hukum yang bertujuan untuk memisahkan diri yang terjadi sebelumnya dari suatu badan hukum dan kemudian membelah atau

memekarkan diri. *Spin off* terkait dengan perusahaan asuransi sesuai Undang Undang nomor 40 tahun 2014 pasal 87 merupakan pemisahan unit usaha syariah dari perusahaan induknya menjadi perusahaan asuransi syariah atau reasuransi syariah. Berdasarkan UU nomor 40 tahun 2014 pasal 87 disebutkan bahwa dalam hal Perusahaan Asuransi atau perusahaan reasuransi memiliki unit syariah dengan nilai Dana Tabarru' dan dana investasi peserta telah mencapai paling sedikit 50% (lima puluh persen) dari total nilai Dana Asuransi, Dana Tabarru', dan dana investasi peserta pada perusahaan induknya atau 10 (sepuluh) tahun sejak diundangkannya UndangUndang ini, perusahaan Asuransi atau perusahaan reasuransi tersebut wajib melakukan pemisahan (*spin off*) unit syariah tersebut menjadi Perusahaan Asuransi Syariah atau perusahaan reasuransi syariah

CAPM adalah model hubungan antara tingkat return harapan dari suatu aset berisiko dengan risiko dari aset tersebut pada kondisi pasar yang seimbang. CAPM dibangun di atas pondasi teori portofolio Markowitz. Berdasarkan teori portofolio Markowitz, portofolio yang efisien adalah portofolio yang berada di sepanjang kurva efficient frontier. CAPM diperkenalkan secara terpisah oleh Sharpe, Lintner dan Mossin pada pertengahan 1960-an

### **Penelitian Sebelumnya**

Penelitian terdahulu yang memiliki kesamaan dengan penelitian ini diantaranya adalah terkait dengan nilai aset modal (capital asset price). akan tetapi lebih banyak membahas pada faktor-faktor pembentuk nilai tersebut, seperti tingkat risiko, bunga, faktor ekonomi makro, dan inflasi dengan objek industri perbankan (Hanif & et.al, 2019); (Baghdadabad, 2014); (Arja'i & Qudratullah, 2013); (Febrianto & Rachman, 2016). Penelitian lainnya terkait risiko lebih menghubungkan dengan governance, quality asset profitabilitas yang dilatarbelakangi adanya krisis global (Nguye & Dang, 2022); (Sadaa & et.al, 2023); (Abid & et.al, 2022). Terkait dengan penelitian *spin-off*, topik lebih memfokuskan pada dampak terhadap profitabilitas dan efisiensi (Udin, 2010); (Al Arif M. , 2018); (Hollowell, 2009); (Bagus, 2019); (Sihombing & Yahya, M.R, 2016). Uddin (2010) dalam penelitiannya menyatakan bahwa perusahaan induk mendapatkan keuntungan setelah melakukan *spin-off* dalam hal efisiensi operasional dan mengurangi asimetri informasi. Hollowell (2009) di dalam

penelitian menemukan bahwa *spin-off* yang terjadi berdampak kepada harga pasar saham perusahaan induk yang unggul secara konsisten selama 4 tahun sejak dilakukan *spin-off*. Fitriyani (2018) melakukan penelitian tingkat efisiensi terhadap pelaku asuransi syariah baik asuransi umum syariah maupun asuransi jiwa syariah di Indonesia dengan menggunakan metode *Data Envelopment Analysis* (DEA) dan menggunakan data input beban umum & administrasi, klaim dan asset, sedangkan data outputnya adalah pendapatan investasi dan dana *tabarru'*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa ada sebagian perusahaan asuransi yang efisien dan ada sebagian yang kurang efisien.

Al Arif(2015) dalam penelitiannya terkait *spin-off* dan tingkat efisiensi di perbankan syariah menemukan bahwa terdapat hubungan antara kebijakan *spin-off* terhadap efisiensi operasional bank dan perbankan di Indonesia yang dinilai kurang efisien setelah *spin-off* dibandingkan sebelum *spin-off*. Bagus (2019) didalam penelitian tentang kebijakan *spin-off* dan efisiensi di perbankan syariah Indonesia sebaliknya menemukan bahwa penerapan kebijakan *spin-off* secara signifikan meningkatkan efisiensi operasional perbankan syariah dan *Return on Asset* (ROA) terbukti berpengaruh negatif signifikan terhadap tingkat efisiensi serta *Financing Deposit Ratio* (FDR) tidak berpengaruh signifikan terhadap efisiensi perbankan syariah di Indonesia. Arianty & Ghoni (2023) meneliti tentang *spin-off* terkait model pemilihan *full-pledge* syariah dengan menggunakan pendekatan AHP. Ada beberapa faktor yang menjadi trigger dalam pemilihan model tersebut dan model yang memiliki tingkat kepentingan tertinggi dalam implementasi *spin-off* (Arianty & Ghoni, 2023). Penelitian terkait dengan CAPM dilakukan dalam mengukur apakah saham syariah dan sukuk dapat mengatasi beberapa kondisi krisis, seperti covid (Bahloul & Mathlouthli, 2022). Subekti et.al (2022) meneliti pasar saham Indonesia khusus syariah compliance di zaman covid dengan pendekatan CAPM Syariah. Hasilnya menunjukkan Sharia CAPM lebih unggul. Penelitian yang sama terkait penggunaan CAPM dalam mengukur return saham syariah juga dilakukan oleh Shaikh et.al (2018) dengan hasil return positif untuk pasar atas dan sebaliknya return negative di pasar bawah. Berkaitan dengan risiko, penelitian sebelumnya lebih banyak meneliti perilaku pengambilan risiko dikaitkan

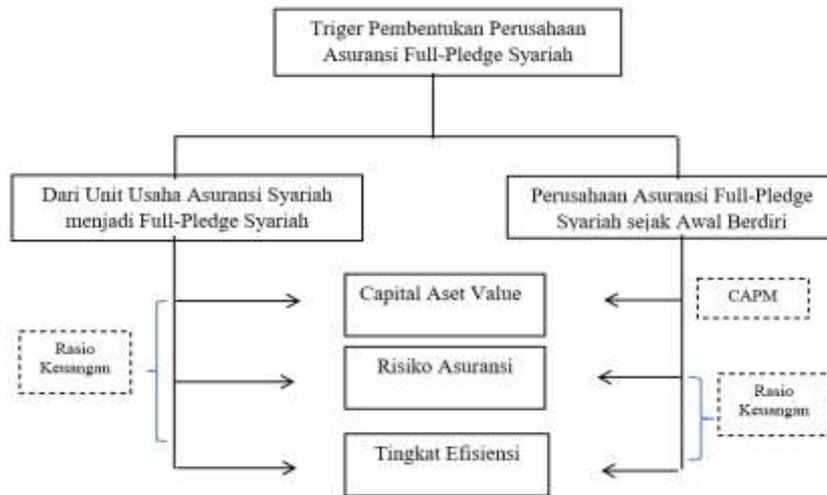
dengan tata kelola risiko di industri bank syariah (Abid et.al, 2021; Mehmood & Luca, 2023).

Penelitian ini memiliki perbedaan dengan penelitian sebelumnya dengan mencari beberapa faktor yang perlu dipertimbangkan dalam pemilihan model spin-off, yaitu dari sisi nilai capital asset pricing, tingkat risiko, dan efisiensi yang dihitung dari rasio profitabilitas. Objek penelitian ini juga membedakan dengan penelitian sebelumnya dengan

menggunakan perusahaan yang telah spin-off sejak berdiri, yaitu PT Jasa Mitra Abadi Syariah (PT JMAS).

**Kerangka Penelitian**

Berdasarkan teori dan tujuan adanya *spin off*, fakta-fakta yang ada, serta metode penelitian yang digunakan untuk mendapatkan hasil dibuatlah kerangka penelitian yang dapat dilihat pada gambar 1.



Gambar 1. Kerangka Penelitian

**2. METODE PENELITIAN**

Metode yang digunakan pada penelitian ini menggunakan metode kuantitatif dengan penggunaan pengukuran CAPM dalam menghitung tingkat hasil saham yang diharapkan bagi perusahaan asuransi syariah yang telah go publik dan penggunaan rasio keuangan untuk mengukur nilai ekuitas dan tingkat hasil investasi bagi perusahaan yang belum go publik. Penggunaan rasio keuangan juga dilakukan untuk mengukur keberhasilan dalam memitigasi risiko dan pengukuran tingkat efisiensi yang dalam hal ini menggunakan ROA.

Sumber data yang dijadikan variable input dan output dalam penelitian ini menggunakan data sekunder yaitu laporan keuangan industri asuransi syariah yang telah melaksanakan spin off sampai tahun 2022 kecuali Adira karena pelaksanaan spin off akhir tahun 2022. Industri asuransi syariah yang merupakan DMU dalam penelitian ini meliputi perusahaan asuransi Jasindo dan Askrida syariah. Kedua perusahaan ini telah full-pledge yang sebelumnya merupakan Unit Usaha Asuransi Syariah. PT Jasindo spin-off tahun 2016, sedangkan PT Askrida Syariah spin-off tahun 2018. Peneliti juga mengambil sampel perusahaan yang full-pledge sejak

berdiri, yaitu PT JMA Syariah. Periode laporan keuangan yang dijadikan sumber data adalah laporan keuangan lima periode setelah pelaksanaan *spin off*. Metode pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini dengan menggunakan metode dokumentasi, yaitu metode yang menghimpun informasi dan data melalui studi pustaka dan eksplorasi literatur-literatur dan laporan keuangan yang dibuat. Pengolahan data dilakukan menggunakan microsoft excel dan analisis hasil dilakukan dengan menggunakan perbandingan setiap periodenya apakah terdapat kenaikan atau penurunan atau bisa saja fluktuatif. Analisis dilakukan terhadap pertumbuhan nilai hasil saham dengan menggunakan formula CAPM, yaitu:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i [E(R_m) - R_f]$$

Penjelasan masing-masing unsur:

- E(R<sub>i</sub>) = Return saham yang diharapkan investor
- R<sub>f</sub> = Risk Free merupakan return yang diperoleh pada saat risiko 0. R<sub>f</sub> ini merupakan rate bunga Bank Indonesia
- B<sub>i</sub> = Beta
- R<sub>m</sub> = Return pasar yang diperoleh dari informasi Indeks harga Saham Gabungan

- Perhitungan Rm digunakan formula sebagai berikut:

$$R_m = \frac{IHS_{t-1} - IHS_{t-2}}{IHS_{t-2}}$$

Penjelasan:

Rm = Return pasar

IHS<sub>t</sub> = Harga Pasar Saham Gabungan pada periode berjalan

IHS<sub>t-1</sub> = Harga Pasar Saham Gabungan pada Periode sebelum periode berjalan

- Perhitungan Return Individu (perusahaan yang dijadikan sampel menggunakan formula:

$$R_i = \frac{P_{t+1} - P_t}{P_t}$$

### 3. HASIL DAN PEMBAHASAN

#### 3.1. Analisis Perubahan Nilai Saham, Tingkat Return, Risiko Asuransi, dan Efisiensi Operasional PT Jasa Mitra Abadi Syariah (Full-Pledge sejak Berdiri)

PT Jasa Mitra Abadi Syariah (PT JMAS) berdiri pada tanggal 15 Agustus 2014 yang merupakan tahun kebijakan spin-off bagi unit usaha asuransi syariah ditetapkan sesuai undang-undang nomor 40 tahun

2014. PT JMAS sejak pendirian awal sudah berbentuk full-pledge syariah dan merupakan perusahaan asuransi syariah yang bergerak di bidang asuransi jiwa syariah. PT JMAS mulai go-publik yang ditetapkan secara efektif oleh OJK untuk melakukan penawaran umum (IPO) dari saham yang dimiliki pada tanggal 11 Desember 2017 sebanyak 400.000.000 saham dengan nilai nominal Rp 100 persaham dan harga penawaran RP 140 per saham.

Kinerja yang diperoleh terkait dengan keberhasilan mengendalikan risiko asuransi, efisiensi operasional, dan nilai saham akan dibahas pada paragraf selanjutnya di mana hasil trend peningkatan/penurunan menjadi triger bagi perusahaan asuransi syariah lainnya untuk menjadi pertimbangan apakah akan memilih untuk menjadi full-pledge syariah atau menunda sampai telah siap baik dari sisi kesiapan keuangan maupun dari sisi kesiapan non keuangan.

#### a. Return Saham dan Nilai Ekuitas PT JMAS

Sebelum menyajikan hasil nilai saham dan tingkat return, data pada tabel 1 menunjukkan data harga saham, Indeks Harga Saham Gabungan (IHS) tahun 2018, 2019, dan semester 1 tahun 2023.

Tabel 1. Daftar Harga Saham Gabungan dan Harga Saham PT JMAS

Bulan	Tahun 2018		Tahun 2019		Tahun 2023	
	IHS	HSI	IHS	HIS	IHS	HSI
Januari	6,605.63	990	6,532.97	825	6,839.34	70
Februari	6,597.22	880	6,443.35	865	6,843.24	62
Maret	6,188.99	745	6,468.75	850	6,805.28	57
April	5,994.60	800	6,455.35	845	6,915.72	53
Mei	5,983.59	830	6,209.12	835	6,633.26	64
Juni	5,799.24	795	6,358.63	860	6,661.88	63
Juli	5,936.44	900	6,390.50	780	6,716.46	68
Agustus	6,018.46	925	6,328.47	835		
September	5,976.55	900	6,169.10	885		
Oktober	5,831.65	905	6,228.32	870		
November	6,056.12	990	6,011.83	880		
Desember	6,194.50	900	6,299.54	880		

Sumber: Jakarta Composit Index dan Harga Sahama PT JMA

Data lain yang diperlukan untuk menghitung nilai CAPM adalah terkait dengan nilai risiko bebas (Rf) dan Beta. Nilai tingkat risiko bebas ditunjukkan dengan suku bunga Bank Indonesia dengan rate tahun 2018, 2019, dan 2023 semester 1 memiliki rate yang sama yaitu 0,056 atau 5,6 %. Adapun nilai beta tahun 2018, 2019, dan 2023 semester 1 menunjukkan hasil masing – masing

0,22; -0,26; dan 10,12. Formula untuk menghitung Return market adalah sebagai berikut:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i [E(R_m) - R_f]$$

Penjelasan: E(R<sub>i</sub>) merupakan return perusahaan yang diharapkan investor, R<sub>f</sub> merupakan return pada saat tingkat risiko 0, B<sub>i</sub>

merupakan nilai beta,  $R_m$  merupakan return dari harga pasar saham gabungan,  $R_i$  merupakan return dari harga saham perusahaan. Hasil return

saham individu perusahaan periode 2018, 2019, dan 2023 (semester 1) disajikan pada tabel 2 berikut.

**Tabel 2. Hasil Capital Aset Pricing Model (CAPM) perusahaan PT JMA (dalam jutaan rupiah)**

Unsur CAPM	Tahun 2018	Tahun 2019	Tahun 2023 Semester 1
Return Individu ( $R_i$ )	1,645 %	0,07 %	0,103 %
Return Market ( $R_m$ )	-0,902 %	0,18 %	-0,29 %
Beta	0,222	-0,26	-0,12
Risk Free ( $R_f$ )	0,056	0,056	0,056
Expected ( $R_i$ )	4,1 %	7 %	6,28 %
Lack $R_i$ dengan E ( $R_i$ )	2,45 %	6,4 %	6,18 %

Sumber: Diolah Penulis

Berdasarkan data hasil pada tabel 2 menunjukkan setelah IPO, tingkat return saham PT JMA menunjukkan hasil 1,645 % sedangkan tingkat hasil yang diharapkan pasar menunjukkan nilai 4,1 %. Hasil ini memberikan informasi perusahaan belum dapat memberikan tingkat return yang diinginkan oleh investor yang akan mempengaruhi keputusan investor untuk mencari alternatif perusahaan asuransi syariah yang memberikan hasil lebih tinggi atau dapat juga mengubah portofolio kepemilikan saham investor. Pada tahun 2019 selisih antara tingkat return perusahaan dengan yang diharapkan investor mengalami kenaikan, akan tetapi pada tahun 2023 semester 1, perusahaan menunjukkan usaha perbaikan di mana selisih harapan mengalami penurunan, dari sebesar 6,4 % menjadi 6,14 %.

Hasil ini juga memberikan informasi kepada perusahaan asuransi yang akan berdiri dengan prinsip syariah atau UUS yang memiliki rencana akan spin-off bahwa perusahaan yang sudah full-pledge meskipun dalam suatu periode mengalami

penurunan nilai return saham, dapat memperbaiki kembali kinerja keuangan yang berdampak pada meningkatnya nilai return saham.

**b. Pengukuran Nilai Klaim terhadap Kontribusi Peserta untuk Mengukur Keberhasilan Pengendalian Risiko Asuransi**

Data pada tabel 3 menunjukkan informasi nilai masing-masing unsur pengukuran nilai klaim terhadap kontribusi yang merupakan indikator dari keefektifan pengendalian risiko asuransi. Berdasarkan informasi yang disampaikan pada tabel 3, dihasilkan nilai prosentase klaim atas kontribusi premi asuransi yang menunjukkan nilai yang relatif menurun sejak tahun 2018 sampai tahun 2020. Akan tetapi pada tahun 2022 nilai klaim mengalami peningkatan. Untuk tahun 2021 data tidak diambil sebagai indikator pengukuran keberhasilan dikarenakan pada periode tersebut pandemi covid sedang berada di puncaknya, banyak industri mengalami kesulitan keuangan.

**Tabel 3. Data dan Hasil Pengukuran Keberhasilan Mitigasi Risiko Asuransi pada PT JMAS (dalam jutaan rupiah)**

Indikator Pengukuran Risiko Asuransi	Tahun			
	2018	2019	2020	2022
<b>PT JMAS</b>				
Nilai Kontribusi Peserta	31.876	95.033	113.189	139.485
Nilai Klaim	22.169	60.771	66.273	92.548
% Klaim	70%	64%	59%	66%
% Klaim ditanggung Reasuransi	62%	52%	52%	56%

Sumber: Diolah Penulis

Terbukti pada periode tersebut, PT JMAS menerima klaim yang nilainya sangat material. Pada tahun 2021 masih menimbulkan dampak terjadinya klaim yang besar, namun nilainya

menurun dibandingkan tahun 2021. Di luar dari dampak adanya pandemi covid, PT JMAS secara relatif dikatakan berhasil dalam memitigasi risiko asuransi. PT JMAS juga melakukan keputusan

strategis dengan mereasuransikan kembali premi premi dengan risiko tinggi sehingga cukup mengurangi kerugian yang lebih besar.

**c. Pengukuran Tingkat Efisiensi dengan Penggunaan Perhitungan Return on Asset**

Data dan hasil pengukuran Return on Asset yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam mencapai tingkat efisiensi operasional disajikan pada tabel 4

**Tabel 4. Hasil Pengukuran Nilai Return on Asset (ROA) PT JMAS**

Keterangan	Tahun 2018	Tahun 2019	Tahun 2020	Tahun 2022
Nilai Aset	179,014,551,425	198,032,338,757	239,408,270,443	293,113,078,294
Nilai Laba	552,900,319	1,250,560,411	53,326,848	1,500,859,337
ROA	0.309 %	0.631 %	0.022%	0.512 %

Sumber: Laporan Keuangan PT JMAS

Berdasarkan hasil ROA PT JMAS yang disajikan pada tabel 4, tingkat efisiensi perusahaan belum mencapai optimal. Hal ini disebabkan pencapaian ROA masih di bawah nilai 1 % meskipun tren pertumbuhan terlihat fluktuatif, yaitu pada periode 2019 ROA mengalami peningkatan, namun di tahun 2020 ROA mengalami penurunan dan di tahun 2022 kembali naik menjadi 0,512 %.

**3.2. Analisis Perubahan Nilai Saham , Risiko Asuransi, dan Efisiensi Operasional PT Jasindo Syariah dan PT Askrida Syariah (UUS yang telah spin-off menjadi Full-Pledge)**

Analisis terkait dengan perubahan nilai saham dan tingkat hasil saham PT Jasindo Syariah dan PT Askrida Syariah akan menggunakan nilai buku ekuitas. Hal ini disebabkan kedua perusahaan tersebut

belum go publik. Pengukuran dengan menggunakan nilai buku ini juga memberikan manfaat berupa informasi bagaimana struktur modal dan perubahan nilainya setelah melaksanakan spin-off, apakah mengalami peningkatan sesuai dengan tujuan dari kebijakan spin-off . Hal ini dapat dijadikan pertimbangan bagi industri lain apakah akan memiliki melanjutkan spin-off atau menunda pelaksanaan spin-off.

Tabel 5 berikut ini disajikan data mengenai nilai Laba di tahan dan ekuitas masing-masing perusahaan. Untuk PT Jasindo Syariah data disajikan setelah melaksanakan spin-off (spin-off tahun 2016), yaitu selama 5 periode, yaitu 2017-2021 atau 5 tahun sejak pelaksanaan spin-off. PT Askrida Syariah mengimplementasikan spin-off pada tahun 2018, data yang disajikan selama periode 2018-2022.

**Tabel 5. Data Nilai Komponen Ekuitas (dalam jutaan rupiah)**

Perusahaan dan Nilai Ekuitas	Tahun					
	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>PT Jasindo Syariah</b>						
Nilai Laba Ditahan	1,088	1,591	23,681	(58,653)	(52,868)	
Nilai Modal Disetor	75,000	75,000	75,000	75,000	75,000	
Nilai Ekuitas	95,137	96,280	104,117	31,897	37,602	
Laba periode berjalan	3,763	1,591	8,279	7	5,785	
<b>PT Askrida Syariah</b>						
Nilai Laba Ditahan		28,675	36,895	49,920	69,762	95,205
Nilai Ekuitas		214,517	224,772	240,114	259,263	297,573
Nilai Modal Disetor		188,600	188,600	188,600	188,600	200,000
Laba periode berjalan		28617.47	19664.34	25992.98	35445.07	50,293

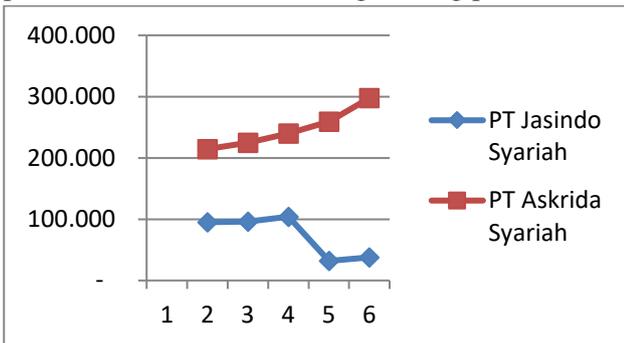
Sumber: Laporan Keuangan PT Jasindo dan PT Askrida Syariah

Berdasarkan data yang disajikan pada tabel 3, sejak periode 2017 setelah melaksanakan spin-off, nilai ekuitas perusahaan menunjukkan trend peningkatan sampai dengan tahun 2019, namun pada periode 2020 dan 2021 nilai ekuitas mengalami

penurunan. Hal ini disebabkan adanya reklasifikasi nilai aset yang menyebabkan kerugian dan dilakukan penyesuaian terhadap saldo laba ditahan sehingga saldo laba ditahan mengalami saldo negatif. Adanya reklasifikasi ini disebabkan penurunan nilai aset yang

sebelumnya diakui sebagai kerugian yang belum direalisasi, kemudian pada tahun 2020 telah terealisasi kerugian tersebut sehingga mengharuskan perusahaan untuk melakukan reklasifikasi dari unrealized loss menjadi pengurangan saldo laba ditahan. Tentu saja hal ini berdampak signifikan terhadap nilai ekuitas atau nilai modal perusahaan yang mengalami penurunan sangat material. Akan tetapi di tahun 2021, manajemen menunjukkan usaha strategisnya untuk berupaya menutupi saldo laba ditahan yang defisit dengan meningkatkan perolehan laba berjalan. Hal ini ditunjukkan saldo laba ditahan mengalami peningkatan meskipun masih defisit.

Kondisi nilai modal perusahaan dapat dilihat pada gambar 2 yang menunjukkan grafik trend perubahan nilai ekuitas masing-masing perusahaan.



Gambar 2. Perubahan nilai buku modal perusahaan  
Sumber: Diolah Penulis

Terkait dengan risiko asuransi yang juga menjadi trigger bagi perusahaan asuransi syariah yang akan menjadi full-pledge, akan dibahas pada paragraf berikut di mana hasil pengukuran dan pembahasan ini dapat dijadikan pertimbangan bagi perusahaan asuransi untuk full-pledge syariah. Data pada tabel 5 menunjukkan nilai dari akun-akun Laporan Surplus Defisit Underwriting Dana Tabarru yang menjadi indikator pengukuran risiko asuransi. Risiko asuransi merupakan kegagalan perusahaan dalam memitigasi adanya risiko asuransi berupa klaim yang tidak dapat dibayarkan oleh perusahaan. Hal ini disebabkan perusahaan kurang memitigasi adanya risiko ketidakmampuan memenuhi klaim. Semakin tinggi klaim yang terjadi dalam berupa prosentase nilai kontribusi menunjukkan perusahaan kurang dalam mengendalikan risiko atau kurang efektif dalam mengidentifikasi premi asuransi yang mengandung risiko tinggi sehingga menyebabkan nilai klaim yang besar. Untuk tujuan ini formula yang akan digunakan adalah perbandingan nilai klaim terhadap nilai kontribusi peserta. Selain itu pengukuran juga dilakukan terhadap nilai klaim yang ditanggung pihak reasuransi. Semakin besar prosentase menunjukkan usaha perusahaan dalam mengendalikan kerugian besar atas klaim yang terjadi di masa mendatang. Hasil pengukuran tersebut juga disajikan pada tabel 6.

**Tabel 6. Data Nilai Kontribusi Peserta, Klaim dari Peserta Asuransi, dan Hasil Pengukuran Risiko Asuransi**

Perusahaan dan Nilai Ekuitas	Tahun					
	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>PT Jasindo Syariah</b>						
Nilai Kontribusi Peserta	136,539	113,467	145,458	172,205	216,776	
Nilai Klaim	60,618	60,788	80,131	61,462	64,812	
% Klaim	44%	54%	55%	36%	30%	
Klaim ditanggung Reasuransi	17,780	25,120	45,259	34,621	28,860	
% Klaim ditanggung Reasuransi	29%	41%	56%	56%	45%	
<b>PT Askrida Syariah</b>						
Nilai Kontribusi Peserta		494,038	430,168	475,494	744,396	922,607
Nilai Klaim		225,821	182,382	186,259	287,281	332,127
% Klaim		46%	42%	39%	39%	36%
Klaim ditanggung Reasuransi		65,371	51,607	46,871	49,541	54,801
% Klaim ditanggung Reasuransi		29%	28%	25%	17%	16%

Berdasarkan data pada tabel 6, Prosentase nilai klaim terhadap nilai kontribusi peserta pada perusahaan Jasindo Syariah mengalami trend yang kurang stabil, tetapi secara keseluruhan selama lima

periode setelah spin-off, trend perubahan nilai klaim relatif mengalami peningkatan. Dilihat dari sisi % nilai klaim yang ditanggung oleh perusahaan reasuransi mengalami peningkatan. Hal ini

menunjukkan perusahaan telah efektif dalam memitigasi risiko dengan melakukan strategi pemindahan risiko ke perusahaan reasuransi.

Untuk perusahaan Askrida Syariah, pengendalian terhadap risiko asuransi cukup efektif. Hal ini ditunjukkan dari trend jumlah klaim yang terjadi setiap tahunna mengalami penurunan. Hal ini dapat disebabkan perusahaan melakukan pembatasan yang tinggi terhadap premi dengan tingkat risiko yang tinggi. Dikarenakan pemilihan risiko yang rendah, sehingga nilai klaim juga rendah berdampak pada nilai

klaim yang ditanggung perusahaan reasuransi juga rendah.

Paragraf berikutnya akan membahas faktor yang ketiga yang dapat dijadikan indikator pertimbangan keputusan full-pledge syariah atau menunda. Pengukuran kali ini akan dilakukan terhadap kemampuan perusahaan dalam mencapai profitabilitas. Adapun data yang diperlukan dalam hal ini data nilai aset, dan laba yang disajikan pada tabel 7

**Tabel 7. Data Jumlah Aset dan Perusahaan Perusahaan Jasindo Syariah**

Keterangan	Tahun 2017	Tahun 2018	Tahun 2019	Tahun 2020	Tahun 2021
Nilai Aset	262.108	256.197	300.364	467,516	490,860
Nilai Laba	3,763	1,591	8,279	7	5,785

*Sumber: OJK, 2022*

**Tabel 8. Data Jumlah Aset Laba Perusahaan Askrida Syariah (Desember 2018)**

Keterangan	Tahun 2018	Tahun 2019	Tahun 2020	Tahun 2021	Tahun 2022
Nilai Aset	532,260	597,964	730,449	882,584	1,025,085
Laba Periode Berjalan	28617.47	19664.34	25992.98	35445.07	50,293

*Sumber: OJK, 2022*

Pengukuran kemampuan perusahaan dalam meningkatkan tingkat efisiensi perusahaan dalam hal ini digunakan perhitungan ROA. ROA merupakan indikator apakah perusahaan telah efektif dan efisien

menggunakan aset yang dimiliki dalam menghasilkan laba. Hasil perhitungan ROA untuk kedua perusahaan tersebut disajikan pada tabel 9 berikut

**Tabel 9. Perhitungan ROA**

Keterangan	Tahun 2017	Tahun 2018	Tahun 2019	Tahun 2020	Tahun 2021	Tahun 2022
PT Jasindo Syariah	1.44%	0.62%	2.76%	0.001%	1.18%	
PT Askrida Syariah		5%	3%	4%	4%	5%

*Sumber: Diolah Penulis*

Berdasarkan data pada tabel 9 PT Askrida syariah lebih stabil dalam mencapai tingkat efisiensi perusahaan dalam menggunakan aset yang dimiliki untuk tujuan memperoleh laba optimal.

#### 4. KESIMPULAN

Ada beberapa faktor yang menjadi triger dalam keputusan untuk memilih apakah perusahaan akan full-pledged atau menunda pelaksanaannya. Hasil yang ditunjukkan sesuai pembahasan, PT JMAS meskipun dalam satu periode mengalami penurunan nilai return sahamnya, akan tetapi perusahaan dapat mengendalikan penurunan tersebut dengan dibuktikan pencapaian periode berikutnya nilai return perusahaan naik kembali meskipun kenaikannya kurang signifikan. Perusahaan Askrida syariah terlihat lebih stabil dalam meningkatkan pertumbuhan nilai

ekuitasnya. Sedangkan PT Jasindo dalam 3 periode pertama, nilai modal terus mengalami kenaikan. Akan tetapi dalam dua tahun terakhir, nilai modal mengalami penurunan meskipun bukan disebabkan karena keuntungan/kerugian operaional melainkan adanya reklasifikasi dari perubahan nilai aset yang dimiliki. Terkait dengan aktivitas memitigasi risiko, ketiga perusahaan menunjukkan pengendalian risiko yang efektif. Perusahaan Jasindo lebih berani dalam mengambil risiko premi, akan tetapi perusahaan memiliki strategi untuk meningkatkan prosentase bagian dari klaim menjadi kewajiban perusahaan reasuransi. Berbeda dengan perusahaan askrida syariah yang lebih hari-hati dalam memilih premi dengan risiko tinggi, Hal ini menimbulkan nilai klaim yang relatif rendah dan terus menurun. Terakhir, mengenai kemampuan dalam menggunakan aset yang

dimiliki untuk memperoleh return, dalam hal ini penggunaan ROA dijadikan sebagai indikator. Berdasarkan hasil analisis, hanya perusahaan Askrida Syariah yang menunjukkan nilai yang stabil meskipun besarnya belum signifikan. Pertumbuhan ROA pada Jasindo syariah kurang stabil dalam mempertahankan return dari penggunaan asetnya. Terlihat perubahan ROA kurang stabil selama 5 periode, tahun 2017, tahun 2018, tahun 2019, tahun 2021, dan tahun 2022.

Penelitian ini memiliki keterbatasan dalam hal perhitungan nilai CAPM bagi industri, di mana perusahaan yang dapat dihitung nilai CAPM nya hanya PT JMAS, sedangkan kedua perusahaan lainnya tidak dapat dihitung nilai CAPM nya karena belum terdaftar di BEI. Untuk menentukan nilai aset modal digunakan rasio rasio terkait nilai pasar. Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan masukan pertimbangan bagi industri unit asuransi syariah yang akan full-pledge syariah dengan melihat kondisi di lapangan bagaimana perusahaan yang telah full-pledge syariah mencapai nilai CAPM, pengendalian mitigasi risiko, dan pencapaian kinerja. Hasil penelitian ini juga menambah referensi indikator yang perlu dipertimbangkan manfaat dari full pledge syariah. Bagi pemerintah, hasil ini memberikan masukan terkait pembuatan kebijakan, khususnya terkait dengan pencapaian CAPM, tingkat pengendalian risiko, dan kinerja yang diharapkan setelah unit asuransi syariah telah full-pledge syariah.

## 5. UCAPAN TERIMA KASIH

Penulis mengucapkan banyak terima kasih kepada pihak-pihak yang memberikan kontribusi penyelesaian paper ini, yaitu kepada Direktur dan Wakil Direktur PKN STAN berupa motivasi dan fasilitas yang diberikan, Rekan Kerja Dosen PKN STAN yang telah memberikan motivasi serta *sharing knowledge* terkait topik paper ini, dan juga beberapa praktisi dari industri asuransi syariahi.

## 6. REFERENSI

Abid, A., & et.al. (2022). Is bank risk appetite relevant to bank default in times of Covid-19? *Central Bank Review* 22 (2022) 109e117.

Abid, Ammar et.al. (2021). Risk governance and bank risk-taking behavior: Evidence from Asian banks. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*. 75 (2021) 101466. Elsevier.

Al Alif, & Deviant. (2017). Metode Spin-Off dan Tingkat Profitabilitas Studi pada Bank Umum Syariah Hasil Spin-Off. *Iqtishadia*, Vol 10(1).

Al Arif, & Dewanti. (2017). Metode Spin-off dan Tingkat Profitabilitas Studi pada Bank Umum Syariah Hasil Spin-off. *Iqtishadia*, Vol 10(1).

AL Arif, M. (2015). Keterkaitan Kebijakan Pemisahan Terhadap Tingkat Efisiensi pada Industri Perbankan Syariah di Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol.19(2): 295–304.

Al Arif, M. (2018). Evaluation of the Spinoffs Criteria\_A Lesson from The Indonesian Islamic Banking Industry. *Iqtishadia*, Vol. 11 (1).

Al Arif, M. (2018). Evaluation of the Spinoffs Criteria\_A Lesson from The Indonesian Islamic Banking Industry. *Iqtishadia*, Vol. 11 (1).

Al Arif, M. R., & et.al. (2020). Market Structure, SPin-Off and Efficiency: Evidence From Indonesian Islamic Banking Industry. *Emerging Markets Finance and Trade*, 56 issue 2.

Al. Arif, M. (2020). Market Structure, Spin-Off, and Efficiency: Evidence from Indonesian Islamic Banking Industry. *Emerging Markets, Finance, and Trade*, 56 (2), 329-337.

Arianty, E., & Ghoni, A. (2022). The Spin-off Effectivity in Sharia Insurance Industry in Indonesia: Efficiency and Criteria SPin-off Analysis. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Syariah*

Arianty, E., & Ghoni, A. (2023). Pemilihan Model Implementasi Spin-Off Unit Usaha Asuransi Syariah Di Indonesia Dengan Model Ahp. *Jurnal Ilmiah Ekonomi Islam*, Vol. 9 (1).

Arianty, E., Nafis, C., & Ghoni, A. (2023). How to Increase the Accountability of Cash Waqf Linked Sukuk: Maqāsid Asy-syarī'ah Approach. *Al-Iqtishad: Jurnal Ilmu Ekonomi Syariah (Journal of Islamic Economics)*, 1-20.

Arianty, E., Utami, T., Yustiani, S., & Haniyah, R. (2023). The case study of the sharia insurance industry: how far is the spin-off policy being effectively implemented in Indonesia? *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, Emerald Publishes.

Arja'i, M., & Qudratullah, M. (2013). Analisis Portofolio Optimal Saham Syariah Menggunakan Multi Index Models. *JURNAL FOURIER* Vol. 2, No. 2 105-111.

Baghdadabad, M. R. (2014). An extensile method on the. *International Journal of Managerial Finance* Vol. 10 No. 1 Emerald Group Publishing Limited 1743-9132, pp. 54-72.

Bagus, P. (2019). Kebijakan Spin-off dan Efisiensi Perbankan Syariah di Indonesia. *Ihtifaz: Journal of Islamic Economics, Finance, and Banking*, Vol. 2 (1).

- Bahloul, Slah & Mathlouthi. (2022). Do Sukuk and Islamic indexes act as safe refuge to conventional stock markets? Evidence from Markov-switching CAPM approach. *Islamic Economic Studies* Vol. 30 No. 1, 2022 pp. 64-83 Emerald Publishing Limited
- Cristo, D., & R.W, F. (2006). Spinoffs and Carveouts: Some Factors Leading to Successful Divestiture. *Competition Forum*, Vol. 4, 2.
- Febrianto, I., & Rachman, A. (2016). Islamic Capital Asset Pricing Model: A Comparative Analysis. *Jurnal Ilmiah ESAI Volume 10 nomor 1*.
- Fitriyani, T. (2018). Optimalisasi Kinerja Unit Asuransi Syariah menghadapi kebijakan spin-off. *Skripsi. Universitas Islam Negeri Jakarta*.
- Ghoni, A., & Arianty, E. (2021). *The Impact of Spin-off Policy on the Efficiency of Sharia Insurance in Indonesia using DEA approach. Journals of Islamic Economics, LARIBA*, Vol 7 (1).
- Gusni, & Riantan, S. (2017). Penggunaan Arbitrage Pricing Theory Untuk Menganalisis Return Saham Syariah. *Ultima Management Vol. 9 No.1*.
- Hagedoorn, J., Lokshin, B., & Malo, S. (2019). Alliances and the innovation performance of corporate. *Small Bus Econ*, 50:763–781.
- Halai, T. (2015). Parent company influence on spin-off performance. *Thesis. University Fernando Pessoa*.
- Hamid, A. (2015). The Impact of SPin-Off Policy to The Profitability. *Al-Iqtishad*., Vol. VII .
- Hanif, M., & et.al. (2019). Risk and returns in Shari'ahcompliant cross-section stocks: evidence from an emerging market. *Journal of Islamic Accounting and Business Research Vol. 10 No. 5*.
- Haniyah, Rizqi, Arianty, E., & Yustiani, S. (2022). Profitabilitas dan Pertumbuhan Aset Perusahaan Asuransi Syariah di Indonesia yang Melaksanakan Spin-off. *BALANCE VACATION ACCOUNTING JOURNAL* .
- Hollowell, B. (2009). The Long-Term Performance of Parent Firms and Their Spin-offs. *The International Journal of Business and Finance Research*, Vol 3(1). Susquehanna University.
- Kiswanto, B. (2012). Spin Off Unit Usaha Syariah (UUS), Kendala dan Strategi Penyelesaiannya. (Makalah Tidak Dipublikasikan). *Jakarta: Bank Indonesia*.
- Mehmood & Luca. (2023). How does non-interest income affect bank credit risk? Evidence before and during the COVID-19 pandemic. *Finance Research Letters* 53 (2023) 103657
- Nasution, L. (2019). Strategi Spin Off Bagi Pengembangan Keuangan Syariah: Tinjauan Pada Kasus Asuransi Syariah. *Jurnal Dinamika Ekonomi Pembangunan (JDEP)*, Vol 2 (2): 213-226.
- Nguye, Q., & Dang, V. (2022). The impact of risk governance structure on bank risk management effectiveness: evidence from ASEAN countries. *Heliyon* 8 e11192 journal homepage: [www.cell.com/heliyon](http://www.cell.com/heliyon).
- Niswati, Z. (2014). Analisis perbandingan efisiensi bank syariah di Indonesia dengan metode data envelopment analysis (DEA). *Jurnal Fakultas Ekonomi UNDIP*, 80-116.
- Nurfadilah, D., & Samidi, S. (2019 ). ANALISA DAMPAK SEBELUM DAN SESUDAH SPIN-OFF PADA PROFITABILITAS: STUDI KASUS PADA UNIT USAHA SYARIAH DI INDONESIA . *Jurnal Ekonomi dan Industri* , Volume 20 (2).
- Nurhayat, T. (2021). Peramalan Bisnis Unit Usaha Syariah PT ABC dalam Tantangan Spin Off. *Ad-deenar. Jurnal Ekonomi dan Bisnis Islam .*, Vol 5 (2).
- Rakhmawati, T. (2017). Pengukuran efisiensi di instansi pemerintah dengan metode data envelopment analysis (DEA) untuk mendukung reformasi birokrasi. *LIPi Press*.
- Rizqulloh. (2013). Pemilihan Metode Spin-Off Unit Usaha Syariah Bank Umum Konvensional Menjadi Bank Umum Syariah di Indonesia. (*Disertasi Tidak*, Jakarta: IEF Trisakti.
- Sadaa, A. M., & et.al. (2023). Corporate governance as antecedents and financial distress as a consequence of credit risk. Evidence from Iraqi banks. *Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity* 9 100051.
- Shaikh, S., & et.al. (2019). Cross section of stock returns on Shari'ah-compliant stocks: evidence from Pakistan. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management Vol. 12 No. 2*.
- Sihombing, N., & Yahya, M.R. (2016). Pengaruh Kebijakan Spin-off BOPO DPK dan NPF Terhadap Profitabilitas Perbankan Syariah di Indonesia. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Ekonomi Akuntansi (JIMEKA)*, Vol. 1(2): 127-137.
- Subekti, Retno et.al. (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* Vol. 15 No. 6, 2022 pp. 1150-1164 ©Emerald Publishing Limited
- Suma, M. (2020). *Asuransi syariah di Indonesia : telaah teologis, historis, sosiologis, yuridis, dan futurologis* . Jakarta: Amzah.
- Taga, A., Nawawi.K, & Kosim, A.M. (2010). Perkembangan Perbankan Syariah Sebelum dan Sesudah Spin-off. *Tafaqquh, Jurnal Hukum Ekonomi Syariah dan Ahwal Syahsiah*.

Udin. (2010). Corporate Spin-Offs and Shareholders' Value Evidence from Singapore. *The International Journal of Business and Finance Research*. University of Southampton.

Waskin et.al. (2021). Business Strategy Analysis for Spin-Off and Islamic Banking Growth: Canvas Business Model Approach. *International Journal of Educational Research & Social Sciences*.

Yustiani, S., & et.al. (2022). Evaluasi Kriteria Spin-off: Proyeksi Nilai Kecukupan Dana Tabarru Industri Asuransi Syariah Pendekatan ARIMA. *Jurnal Ilmiah Manajemen Fakultas Ekonomi (JIMFE)*.