

## Kinerja Risiko-Return Indeks Saham Indonesia, Malaysia, dan Singapura

**Chetrine Alya Rinaima**

Ekonomi, Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Negeri Surabaya, Indonesia

Email: [chetrinerinaima@unesa.ac.id](mailto:chetrinerinaima@unesa.ac.id)

**Akhyar Siddiq**

Ekonomi, Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Negeri Surabaya, Indonesia

Email: [akhyarsiddiq@unesa.ac.id](mailto:akhyarsiddiq@unesa.ac.id)

**Aini Nur Furoida**

Ekonomi, Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Negeri Surabaya, Indonesia

Email: [ainifuroida@unesa.ac.id](mailto:ainifuroida@unesa.ac.id)

### Abstrak

*Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis dan membandingkan kinerja risiko-return indeks saham utama di kawasan ASEAN, yaitu Jakarta Composite Index (JCI), Kuala Lumpur Composite Index (KLCI), dan Straits Times Index (STI) selama periode 2017–2023. Analisis dilakukan menggunakan pendekatan risk-adjusted return melalui Sharpe Ratio, Treynor Ratio, dan Jensen's Alpha untuk menangkap perbedaan kinerja berdasarkan total risiko dan risiko sistematis. Data yang digunakan merupakan data sekunder berupa return indeks pasar dan tingkat pengembalian bebas risiko yang dianalisis dengan metode kuantitatif deskriptif-komparatif. Hasil penelitian menunjukkan bahwa indeks STI memiliki kinerja risiko-return yang paling konsisten dan efisien, terutama pada periode krisis dan pemulihan ekonomi. Indeks JCI menunjukkan kinerja yang cukup kompetitif pada fase pemulihan, namun belum konsisten dalam menghasilkan abnormal return setelah disesuaikan dengan risiko sistematis. Sementara itu, indeks KLCI secara umum menunjukkan kinerja risiko-return yang relatif lemah dan kurang stabil sepanjang periode penelitian. Temuan ini mengindikasikan bahwa perbedaan karakteristik dan efisiensi pasar memengaruhi kualitas kinerja investasi di kawasan ASEAN.*

**Kata Kunci:** kinerja pasar saham, risk-adjusted return, Sharpe Ratio, Treynor Ratio, Jensen's Alpha.

**JEL:** G11, G15

### Abstract

*This study aims to analyze and compare the risk–return performance of major stock market indices in the ASEAN region, namely the Jakarta Composite Index (JCI), Kuala Lumpur Composite Index (KLCI), and Straits Times Index (STI), over the period 2017–2023. The*

**How to cite:** Rinaima, C.A., Siddiq, A., Furoida, A.N. (2025). Analisis Perbandingan Kinerja Risiko-Return Indeks Saham di Kawasan ASEAN: Studi pada Indonesia, Malaysia, dan Singapura. *Independent : Journal Of Economics*, 5(3), 205-222.

*analysis employs a risk-adjusted return approach using the Sharpe Ratio, Treynor Ratio, and Jensen's Alpha to capture performance differences based on total risk and systematic risk. The study uses secondary data consisting of market index returns and risk-free rates, analyzed through a quantitative descriptive-comparative method. The results indicate that the STI consistently demonstrates the most efficient and stable risk-return performance, particularly during periods of economic crisis and recovery. The JCI shows relatively competitive performance during the recovery phase but lacks consistency in generating positive abnormal returns after adjusting for systematic risk. In contrast, the KLCI generally exhibits weaker and more volatile risk-adjusted performance throughout the observation period. These findings suggest that differences in market characteristics and efficiency significantly influence investment performance across ASEAN stock markets. The study provides insights for investors and policymakers regarding portfolio allocation and market development in the region.*

**Keywords:** stock market performance, risk-adjusted return, Sharpe Ratio, Treynor Ratio, Jensen's Alpha

**JEL:** G11, G15

## PENDAHULUAN

Perkembangan pasar modal di kawasan ASEAN menunjukkan tren yang semakin kuat sejalan dengan meningkatnya integrasi ekonomi regional dan arus investasi lintas negara dalam beberapa dekade terakhir (Kiong dkk., 2023; Yulianti dkk., 2024). ASEAN sebagai kawasan ekonomi dengan populasi besar dan pertumbuhan ekonomi yang positif menjadi daya tarik bagi investor domestik maupun internasional, terutama dalam konteks pasar saham yang memainkan peran penting dalam alokasi modal dan pembiayaan korporasi (Rodoni dkk., 2022). Total kapitalisasi pasar saham ASEAN diproyeksikan mencapai sekitar US\$3,42 triliun pada tahun 2025, dengan pertumbuhan tahunan yang stabil dan volume perdagangan yang substansial, yang mencerminkan peningkatan minat investor terhadap pasar ekuitas di kawasan ini (Statista, 2025). Di Indonesia sendiri, nilai kapitalisasi pasar modal telah menembus lebih dari Rp15.000 triliun pada tahun 2025, menjadikannya salah satu pasar modal terbesar di ASEAN, dengan jumlah investor yang terus meningkat (Antara, 2025).

Pasar saham tidak hanya berfungsi sebagai sarana penghimpunan dana bagi emiten, tetapi juga sebagai indikator penting stabilitas dan kinerja perekonomian suatu negara (Sagita, 2025). Kontribusi pasar modal terhadap produk domestik bruto (PDB) dan fasilitasi kegiatan investasi menjadi ukuran kesejahteraan ekonomi serta efisiensi alokasi sumber daya. Kendati demikian, kontribusi pasar saham terhadap PDB di beberapa negara ASEAN masih menunjukkan disparitas, misalnya di Indonesia masih berada di bawah beberapa negara tetangga, yang mencerminkan perbedaan kedalaman dan peran relatif pasar modal dalam perekonomian nasional (Respati, 2025).

Dalam praktik investasi, para investor dihadapkan pada *trade-off* antara *return* dan risiko yang melekat pada instrumen pasar modal, sehingga evaluasi kinerja investasi tidak dapat hanya didasarkan pada tingkat return nominal semata. *Return* yang tinggi

tanpa mempertimbangkan risiko volatilitas atau risiko sistematis tidak memberikan gambaran lengkap mengenai efisiensi investasi, terutama dalam konteks pasar berkembang yang sering mengalami fluktuasi yang kuat akibat faktor eksternal maupun domestik (Baker dkk., 2020; Nomran & Haron, 2021). Oleh karena itu, literatur investasi menekankan pentingnya analisis *return* yang disesuaikan dengan risiko (*risk-adjusted return*) sebagai pendekatan yang lebih akurat dan komprehensif dalam menilai kinerja pasar modal modern (M. A. F. Chowdhury dkk., 2025; Siti Aminah, 2021).

Pendekatan *risk-adjusted return* relevan untuk membandingkan efisiensi pasar saham di ASEAN yang masing-masing memiliki karakteristik struktur pasar, likuiditas, dan mekanisme pengelolaan risiko yang berbeda (Rinaima, 2025; Sundarasen dkk., 2023). Dengan kondisi ekonomi global yang terus berubah, serta dinamika pasar modal yang dipengaruhi oleh integrasi ekonomi regional, volatilitas global, dan kebijakan moneter internasional, penggunaan indikator kinerja berbasis risiko menjadi esensial untuk memahami bagaimana pasar saham di kawasan ini memberikan imbal hasil kepada investor dalam konteks risiko yang dihadapi.

Indeks saham utama seperti Jakarta Composite Index (JCI), Kuala Lumpur Composite Index (KLCI), dan Straits Times Index (STI) merepresentasikan kinerja pasar saham di Indonesia, Malaysia, dan Singapura (Fauziyah dkk., 2025; Priyanto dkk., 2025). Ketiga negara tersebut memiliki karakteristik pasar yang berbeda, baik dari sisi kedalaman pasar, struktur regulasi, tingkat likuiditas, maupun stabilitas ekonomi makro. Perbedaan karakteristik pasar saham di ASEAN berpotensi menghasilkan perbedaan kinerja risiko-*return* yang signifikan, terutama saat pasar menghadapi guncangan eksternal. Periode penelitian 2017–2023 dipilih karena mencakup berbagai fase siklus ekonomi yang beragam, mulai dari kondisi pasar yang relatif stabil, meningkatnya ketidakpastian global, krisis pandemi COVID-19, hingga fase pemulihan ekonomi dan pengetatan kebijakan moneter global. Pada awal periode, pasar saham di kawasan ini menunjukkan kinerja yang positif dengan volatilitas yang masih terkendali (Butt, 2021; Chang dkk., 2020; E. K. Chowdhury dkk., 2022). Krisis global dan pandemi pada tahun 2020 meningkatkan fluktuasi pasar dan risiko investasi, sementara fase pemulihan setelahnya menunjukkan perbaikan *return* yang lebih stabil (Asare & Barfi, 2021; Mohamad dkk., 2024; Rahmawati & Rinaldi, 2021). Variasi kondisi ini menjadikan periode 2017–2023 sangat relevan untuk menguji ketahanan, stabilitas, dan efisiensi pasar saham di ASEAN serta membandingkan kinerja risiko-*return* antar negara dengan kondisi ekonomi yang berbeda.

Permasalahan utama dalam penelitian ini terletak pada ketidakpastian mengenai pasar saham mana yang mampu memberikan kinerja investasi paling efisien setelah memperhitungkan risiko yang dihadapi investor. Meskipun beberapa penelitian terdahulu menunjukkan bahwa pasar saham dengan tingkat likuiditas dan efisiensi informasi yang lebih tinggi cenderung memiliki kinerja risiko-*return* yang lebih baik,

hasil penelitian lintas negara sering kali menunjukkan temuan yang tidak konsisten (Fauziyah dkk., 2025; Selmi dkk., 2023). Sebagian studi menemukan bahwa pasar berkembang (*emerging markets*) mampu memberikan *return* yang lebih tinggi sebagai kompensasi atas risiko yang lebih besar, sementara studi lainnya menunjukkan bahwa volatilitas tinggi pada pasar berkembang justru tidak selalu diimbangi dengan *excess return* yang memadai (Aziz dkk., 2022; Mechikova, 2024; Nida dkk., 2023). Ketidakkonsistenan temuan ini menimbulkan kebutuhan akan analisis komparatif yang lebih mendalam dengan menggunakan indikator kinerja yang komplementer.

Secara teoritis, pengukuran kinerja investasi berlandaskan pada teori portofolio modern dan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), yang menekankan bahwa *return* yang diharapkan suatu aset ditentukan oleh risiko sistematis yang tidak dapat dieliminasi melalui diversifikasi (Alaoui dkk., 2023; Corelli dkk., 2021; Dessaint dkk., 2021). Sharpe Ratio digunakan untuk mengukur *excess return* terhadap total risiko, sehingga relevan bagi investor yang belum sepenuhnya terdiversifikasi (Wang dkk., 2022). Treynor Ratio berfokus pada risiko sistematis yang diukur dengan beta, sehingga lebih sesuai bagi investor yang telah melakukan diversifikasi portofolio (Atmaca, 2022; Pavic Kramaric dkk., 2023). Sementara itu, Jensen's Alpha mengukur kinerja abnormal suatu aset atau portofolio dengan membandingkan *return* aktual terhadap *return* yang diharapkan berdasarkan CAPM (Riandini & Risman, 2022; Tamara dkk., 2021). Penggunaan ketiga indikator ini secara simultan memungkinkan evaluasi kinerja investasi yang lebih komprehensif, karena masing-masing indikator menangkap dimensi risiko yang berbeda.

Berdasarkan latar belakang tersebut, tujuan penelitian ini adalah untuk menganalisis dan membandingkan kinerja risiko-*return* indeks saham JCI, KLCI, dan STI selama periode 2017–2023 dengan menggunakan Sharpe Ratio, Treynor Ratio, dan Jensen's Alpha. Penelitian ini juga bertujuan untuk mengidentifikasi pasar saham yang menunjukkan efisiensi kinerja investasi yang lebih baik pada berbagai kondisi ekonomi, serta memberikan gambaran mengenai dinamika kinerja pasar saham di kawasan ASEAN. Hasil penelitian diharapkan dapat memberikan kontribusi akademik dalam pengembangan literatur mengenai evaluasi kinerja investasi lintas negara, serta menjadi bahan pertimbangan praktis bagi investor dan pembuat kebijakan dalam meningkatkan efisiensi dan stabilitas pasar modal.

## **METODE PENELITIAN**

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan desain studi komparatif, yang bertujuan untuk menganalisis dan membandingkan kinerja pasar saham konvensional di tiga negara ASEAN, yaitu Indonesia, Malaysia, dan Singapura. Pendekatan kuantitatif dipilih karena memungkinkan peneliti untuk mengukur kinerja pasar secara objektif, menggunakan data numerik yang dapat dianalisis secara sistematis dan direplikasi. Selain itu, metode ini memudahkan peneliti dalam

melakukan perbandingan lintas negara, sehingga hasil analisis dapat menunjukkan perbedaan karakteristik pasar saham di kawasan ASEAN secara empiris. Periode penelitian yang digunakan adalah 2017–2023, yang dipilih untuk mencakup berbagai fase siklus ekonomi dan kondisi pasar yang signifikan. Periode ini mencakup tahun-tahun sebelum pandemi COVID-19 (2017–2019), tahun krisis akibat pandemi (2020), serta fase pemulihan dan pengetatan kebijakan moneter global (2021–2023). Pemilihan periode ini memungkinkan analisis yang lebih lengkap mengenai bagaimana pasar saham merespons perubahan kondisi ekonomi, baik pada fase stabil, krisis, maupun pemulihan. Dengan demikian, penelitian ini dapat memberikan gambaran yang lebih realistis dan komprehensif mengenai kinerja risiko-*return* pasar saham di kawasan ASEAN.

Data yang digunakan adalah data sekunder bulanan dari masing-masing indeks saham, diperoleh melalui Refinitiv Workspace, yang merupakan sumber data finansial terpercaya dan lengkap. Indeks yang dianalisis mencakup Jakarta Composite Index (JCI) untuk Indonesia, Kuala Lumpur Composite Index (KLCI) untuk Malaysia, dan Straits Times Index (STI) untuk Singapura. Pemilihan ketiga indeks ini didasarkan pada beberapa pertimbangan: pertama, indeks-indeks tersebut merupakan representasi utama dari kinerja pasar saham masing-masing negara, sehingga mencerminkan pergerakan keseluruhan pasar; kedua, ketiga indeks ini memiliki likuiditas tinggi dan tersedia data historis yang lengkap; ketiga, penggunaan indeks yang berbeda negara memungkinkan penelitian ini melakukan perbandingan lintas pasar secara komprehensif, sehingga dapat mengidentifikasi perbedaan efisiensi risiko-*return* antar negara. Kinerja pasar saham dianalisis menggunakan indikator *risk-adjusted performance*, yaitu Sharpe Ratio, Treynor Ratio, dan Jensen's Alpha.

a. Sharpe Ratio

Sharpe Ratio digunakan untuk mengukur kinerja investasi berdasarkan total risiko yang ditanggung, yang direpresentasikan oleh standar deviasi *return* (Atmaca, 2022; Kircher & Rösch, 2021; Qi dkk., 2023). Indikator ini menunjukkan seberapa besar *excess return* yang dihasilkan oleh suatu portofolio atau indeks saham untuk setiap satu unit risiko total yang diambil (Pushpalatha, 2024). Nilai Sharpe Ratio yang lebih tinggi menunjukkan kinerja *risk-adjusted* yang lebih baik karena investor memperoleh *return* yang lebih besar relatif terhadap tingkat volatilitas yang dihadapi.

Rumus Sharpe Ratio dirumuskan sebagai berikut:

$$S = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p} \quad (1)$$

Keterangan:

$S$  = Sharpe ratio  
 $R_p$  = Return portofolio  
 $R_f$  = Risk-free rate

$\sigma_p$  = Standard deviasi *return* portofolio

b. Treynor Ratio

Treynor Ratio digunakan untuk mengevaluasi kinerja investasi berdasarkan risiko sistematis yang diukur dengan koefisien beta (Azis dkk., 2022; Pushpalatha, 2024; Treynor, 1965). Berbeda dengan Sharpe Ratio yang memperhitungkan total risiko, Treynor Ratio hanya mempertimbangkan risiko yang tidak dapat didiversifikasi dan berkaitan langsung dengan pergerakan pasar (Ali dkk., 2023; Riandini & Risman, 2022). Indikator ini relevan untuk menilai kinerja portofolio atau indeks saham yang diasumsikan telah terdiversifikasi dengan baik.

Rumus Treynor Ratio dirumuskan sebagai berikut:

$$T = \frac{R_p - R_f}{\beta_p} \quad (2)$$

Keterangan :

T = Treynor ratio

$R_p$  = *Return* portofolio

$R_f$  = *Risk-free rate*

$\beta_p$  = Beta portofolio

c. Jensen's Alpha

Jensen's Alpha digunakan untuk mengukur kemampuan suatu portofolio atau indeks saham dalam menghasilkan *return* aktual yang melebihi *return* yang diharapkan berdasarkan model Capital Asset Pricing Model (CAPM) (Dessaint dkk., 2021; Rinaima, 2025; Zerbib, 2022). Nilai alpha yang positif menunjukkan bahwa kinerja portofolio mampu mengungguli kinerja pasar setelah memperhitungkan tingkat risiko sistematis, sedangkan nilai alpha negatif menunjukkan kinerja yang lebih rendah dari yang diharapkan (Agrawal dkk., 2022; Alaoui dkk., 2023).

$$\alpha = R_p - [R_f + \beta_p (R_m - R_f)] \quad (3)$$

Keterangan :

$\alpha$  = Jensen's Alpha

$R_p$  = *Return* portofolio

$R_f$  = *Risk-free rate*

$\beta_p$  = Beta portofolio

$R_m$  = *Return* pasar

Tingkat pengembalian bebas risiko yang diproksikan menggunakan yield obligasi pemerintah tenor 10 tahun dari masing-masing negara. Pendekatan metodologis ini memungkinkan perbandingan yang komprehensif terhadap karakteristik *return*,

risiko, dan stabilitas pasar saham konvensional di Indonesia, Malaysia, dan Singapura, khususnya dalam menghadapi periode ketidakpastian ekonomi.

## HASIL DAN PEMBAHASAN

Berikut adalah hasil analisis statistik deskriptif terhadap *return* indeks saham utama di kawasan Asia Tenggara, yaitu Jakarta Composite Index (JCI), Kuala Lumpur Composite Index (KLCI), dan Straits Times Index (STI). Statistik deskriptif berikut digunakan untuk memberikan gambaran awal mengenai karakteristik distribusi *return* selama periode pengamatan. Ringkasan hasil analisis tersebut disajikan pada Tabel 1.

**Table 1. Statistik Deskriptif *Return* Indeks Saham JCI, KLCI, dan STI (%)**

Indeks	Mean	Median	Std. Dev	Min	Max
JCI (Indonesia)	3.4	4.1	11.5	-21.1	17.1
KLCI (Malaysia)	-6	-1.3	6.8	-9	10.4
STI (Singapura)	1.5	1.7	11.2	-21.7	15.5

Sumber : Data diolah (2025)

Indeks JCI menunjukkan mean *return* sebesar 3,4 persen dengan median 4,1 persen. Nilai mean yang positif menandakan bahwa secara rata-rata, pasar saham Indonesia memberikan imbal hasil tahunan yang menguntungkan bagi investor. Perbedaan antara mean dan median relatif kecil, menunjukkan distribusi *return* yang tidak terlalu miring. Namun, nilai standar deviasi sebesar 11,5 persen menunjukkan volatilitas yang cukup tinggi. Hal ini berarti investor menghadapi fluktuasi yang signifikan dalam *return*, yang bisa menjadi risiko tambahan. Nilai minimum dan maksimum masing-masing sebesar -21,1 persen dan 17,1 persen menunjukkan rentang *return* yang cukup lebar, sehingga investor harus siap menghadapi kondisi ekstrem yang dapat terjadi pada tahun-tahun tertentu, seperti guncangan ekonomi atau krisis global.

Pasar saham Malaysia, yang diwakili oleh KLCI, mencatat mean *return* negatif sebesar -6 persen dan median -1,3 persen. Data ini menunjukkan bahwa secara keseluruhan, *return* pasar selama periode penelitian relatif rendah atau bahkan cenderung mengalami tekanan. Nilai standar deviasi sebesar 6,8 persen menunjukkan volatilitas yang lebih rendah dibandingkan JCI, yang dapat diartikan bahwa fluktuasi *return* di pasar Malaysia lebih terkendali. Namun, karena *return* rata-rata berada di zona negatif, investor tidak sepenuhnya mendapatkan kompensasi yang memadai untuk risiko yang mereka tanggung. Rentang *return* yang terbatas, dari -9 persen hingga 10,4 persen, menunjukkan bahwa meskipun pasar lebih stabil, potensi keuntungan juga relatif terbatas dibanding pasar Indonesia dan Singapura.

Indeks STI menunjukkan mean *return* sebesar 1,5 persen dengan median 1,7 persen, yang mengindikasikan *return* rata-rata yang moderat. Nilai standar deviasi sebesar

11,2 persen hampir setara dengan JCI, menandakan bahwa pasar Singapura mengalami volatilitas yang tinggi. Nilai *return* minimum -21,7 persen dan maksimum 15,5 persen menegaskan adanya risiko fluktuasi signifikan yang harus diperhatikan investor. Perbedaan mean dan median yang kecil menunjukkan distribusi *return* yang relatif simetris, yang mengindikasikan bahwa pasar cukup stabil dalam menghasilkan *return* positif, meskipun tetap menghadapi risiko ekstrem.

Jika diperbandingkan secara langsung, JCI dan STI menunjukkan volatilitas yang tinggi (standar deviasi  $\pm 11$  persen), sedangkan KLCI lebih rendah (6,8 persen). Hal ini mengindikasikan bahwa pasar Indonesia dan Singapura lebih berisiko, tetapi potensi *return*-nya juga lebih tinggi. Sementara itu, KLCI menawarkan pasar yang lebih stabil, namun *return* yang dihasilkan cenderung negatif atau rendah. Rentang *return* (min-max) menunjukkan bahwa JCI dan STI memiliki potensi keuntungan dan kerugian yang lebih ekstrem dibanding KLCI, sehingga investor yang menargetkan *return* tinggi harus siap menghadapi risiko yang signifikan. Data ini mengilustrasikan *trade-off* klasik antara risiko dan *return* di berbagai pasar saham ASEAN. Selain mean dan median, analisis distribusi *return* juga penting. Perbedaan antara mean dan median pada ketiga indeks relatif kecil, menunjukkan distribusi yang tidak terlalu miring (skewness rendah). Namun, adanya nilai minimum yang ekstrem di JCI dan STI menunjukkan adanya outlier akibat guncangan pasar tertentu, seperti krisis ekonomi atau volatilitas global. KLCI, dengan *return* lebih stabil dan outlier yang lebih kecil, menunjukkan distribusi yang lebih “tenang”, tetapi potensi *return* positifnya juga terbatas. Analisis ini memberikan dasar penting sebelum melanjutkan ke pengukuran kinerja risiko-*return* yang lebih kompleks menggunakan Sharpe, Treynor, dan Jensen.

**Tabel 2. Analisis dengan Sharpe Ratio**

INDEKS	TAHUN						
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>JCI (Indonesia)</b>	1.891	-0.929	-0.568	-0.454	0.374	-0.348	-0.074
<b>KLCI (Malaysia)</b>	0.897	-0.835	-1.580	-0.506	-0.591	-0.558	-0.84
<b>STI (Singapura)</b>	1.943	-0.89	0.133	0.171	0.74	0.11	-0.276

Sumber : Data diolah (2025)

Berdasarkan hasil analisis Sharpe Ratio pada Tabel 2, dapat diamati bahwa kinerja risiko-*return* ketiga indeks saham di kawasan ASEAN menunjukkan dinamika yang berbeda sepanjang periode 2017–2023. Sharpe Ratio digunakan untuk mengukur kemampuan masing-masing indeks dalam menghasilkan *excess return* terhadap tingkat risiko total yang ditanggung investor, sehingga nilai Sharpe yang positif mencerminkan efisiensi kinerja investasi, sedangkan nilai negatif mengindikasikan bahwa risiko yang dihadapi tidak diimbangi dengan *return* yang memadai. Pada tahun 2017, yang merepresentasikan kondisi pasar relatif stabil sebelum terjadinya



guncangan global, seluruh indeks mencatatkan Sharpe Ratio positif. Indeks STI (Singapura) menunjukkan nilai tertinggi sebesar 1,943, diikuti oleh JCI (Indonesia) sebesar 1,891, dan KLCI (Malaysia) sebesar 0,897. Temuan ini mengindikasikan bahwa pada periode tersebut pasar saham Singapura dan Indonesia mampu mengelola risiko secara lebih efisien dibandingkan Malaysia, dengan Singapura sebagai pasar paling optimal dalam menghasilkan *return* berbasis risiko.

Memasuki tahun 2018, ketiga indeks mengalami penurunan signifikan yang tercermin dari nilai Sharpe Ratio negatif pada seluruh pasar. JCI mencatatkan nilai -0,929, KLCI -0,835, dan STI -0,890. Kondisi ini mencerminkan meningkatnya ketidakpastian global yang berdampak pada melemahnya kinerja pasar saham di kawasan ASEAN, di mana volatilitas yang tinggi tidak diimbangi oleh *excess return* yang memadai. Sharpe Ratio negatif pada periode ini mengindikasikan bahwa investor tidak memperoleh kompensasi atas risiko yang ditanggung, sehingga investasi saham menjadi kurang menarik secara rasional. Pada tahun 2019, perbedaan kinerja antar pasar mulai terlihat lebih jelas. Indeks STI berhasil kembali mencatatkan Sharpe Ratio positif sebesar 0,133, sementara JCI dan KLCI masih berada pada zona negatif masing-masing sebesar -0,568 dan -1,580. Hasil ini menunjukkan bahwa pasar saham Singapura memiliki tingkat resiliensi yang lebih baik dan mampu lebih cepat beradaptasi terhadap perubahan kondisi global, sedangkan pasar Indonesia dan terutama Malaysia masih mengalami ketidakefisienan dalam mengonversi risiko menjadi *return*.

Pada tahun 2020, yang ditandai dengan terjadinya pandemi COVID-19, kinerja risiko-*return* pasar saham kembali mengalami tekanan. JCI dan KLCI tetap mencatatkan Sharpe Ratio negatif, masing-masing sebesar -0,454 dan -0,506, yang mengindikasikan bahwa lonjakan volatilitas selama krisis tidak mampu menghasilkan *excess return* yang positif. Namun demikian, STI kembali menunjukkan performa yang relatif lebih baik dengan Sharpe Ratio positif sebesar 0,171. Temuan ini mengindikasikan bahwa pasar saham Singapura memiliki struktur pasar dan mekanisme manajemen risiko yang lebih kuat, sehingga mampu mempertahankan efisiensi kinerja investasi meskipun berada dalam kondisi krisis global yang ekstrem.

Pada fase pemulihan tahun 2021, terjadi perbaikan kinerja risiko-*return* pada sebagian pasar. Indeks STI mencatatkan Sharpe Ratio tertinggi sebesar 0,740, diikuti oleh JCI sebesar 0,374, sementara KLCI tetap berada pada nilai negatif sebesar -0,591. Kondisi ini menunjukkan bahwa pasar saham Singapura dan Indonesia mulai mampu memanfaatkan momentum pemulihan ekonomi untuk menghasilkan *return* yang sebanding dengan risiko yang ditanggung investor. Sebaliknya, pasar Malaysia masih menunjukkan kelemahan struktural dalam proses pemulihan, sehingga risiko yang dihadapi belum diimbangi dengan peningkatan *return* yang memadai. Pada tahun 2022, seiring dengan pengetatan kebijakan moneter global dan meningkatnya tekanan ekonomi internasional, kinerja Sharpe Ratio kembali melemah. JCI dan KLCI

masing-masing mencatatkan nilai negatif sebesar -0,348 dan -0,558, sedangkan STI masih mampu mempertahankan nilai positif meskipun relatif kecil, yaitu sebesar 0,110. Hal ini mengindikasikan bahwa pasar Singapura tetap menjadi pasar yang paling stabil dan efisien secara risiko-*return* dibandingkan dua pasar lainnya.

Pada tahun 2023, seluruh indeks kembali mencatatkan Sharpe Ratio negatif, dengan JCI sebesar -0,074, KLCI sebesar -0,840, dan STI sebesar -0,276. Meskipun demikian, nilai Sharpe JCI yang paling mendekati nol menunjukkan bahwa pasar saham Indonesia relatif lebih defensif dan memiliki volatilitas yang lebih terkendali dibandingkan Malaysia dan Singapura pada periode tersebut. Secara keseluruhan, hasil analisis Sharpe Ratio menunjukkan bahwa sepanjang periode penelitian, indeks STI secara konsisten mencerminkan kinerja risiko-*return* yang paling efisien, terutama pada periode krisis dan pemulihan. JCI menunjukkan kinerja yang kompetitif pada kondisi pasar stabil dan fase pemulihan, namun cenderung lebih rentan terhadap tekanan global. Sementara itu, KLCI secara umum menunjukkan kinerja risiko-*return* yang kurang optimal, ditandai dengan dominasi Sharpe Ratio negatif selama periode observasi, yang mengindikasikan bahwa risiko investasi pada pasar saham Malaysia relatif kurang terkompensasi oleh *return* yang dihasilkan.

**Tabel 3 Analisis dengan Treynor Ratio**

INDEX	TAHUN						
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>JCI (Indonesia)</b>	0.114	-0.243	0.154	-0.433	0.398	0.506	3.016
<b>KLCI (Malaysia)</b>	0.016	-0.391	0.173	-0.652	0.021	-0.311	4.807
<b>STI (Singapura)</b>	0.181	-0.098	0.05	0.05	0.098	0.041	-0.003

Sumber : Data diolah (2025)

Berdasarkan hasil analisis Treynor Ratio pada Tabel 3, dapat dievaluasi kinerja risiko-*return* ketiga indeks saham dengan mempertimbangkan risiko sistematis (beta), sehingga Ratio ini mencerminkan kemampuan indeks dalam menghasilkan *excess return* per unit risiko pasar. Berbeda dengan Sharpe Ratio yang menggunakan total risiko, Treynor Ratio secara khusus relevan bagi investor yang telah melakukan diversifikasi portofolio dan lebih terekspos pada risiko pasar secara keseluruhan. Pada tahun 2017, seluruh indeks mencatatkan nilai Treynor Ratio positif, yang menunjukkan bahwa masing-masing pasar mampu memberikan *excess return* atas risiko sistematis yang ditanggung investor. Indeks STI mencatatkan nilai tertinggi sebesar 0,181, diikuti oleh JCI sebesar 0,114, dan KLCI sebesar 0,016. Temuan ini mengindikasikan bahwa pada kondisi pasar yang relatif stabil, pasar saham Singapura paling efisien dalam mengelola risiko sistematis, sementara pasar Malaysia menunjukkan efisiensi yang relatif rendah meskipun masih berada pada zona positif.

Pada tahun 2018, seluruh indeks mengalami penurunan kinerja yang signifikan, ditunjukkan oleh nilai Treynor Ratio negatif pada ketiga pasar. JCI mencatatkan nilai -0,243, KLCI -0,391, dan STI -0,098. Nilai negatif ini mengindikasikan bahwa selama periode ketidakpastian global, *return* yang dihasilkan oleh masing-masing indeks tidak mampu mengkompensasi risiko pasar yang dihadapi investor. Dibandingkan dua pasar lainnya, STI menunjukkan penurunan yang relatif lebih moderat, yang mengindikasikan bahwa pasar Singapura memiliki sensitivitas yang lebih terkendali terhadap fluktuasi pasar global. Sebaliknya, KLCI mencatatkan nilai Treynor paling rendah, yang menunjukkan bahwa risiko sistematis yang tinggi tidak diimbangi dengan kinerja *return* yang memadai.

Memasuki tahun 2019, terjadi perbaikan kinerja pada seluruh indeks yang ditunjukkan oleh kembalinya Treynor Ratio ke zona positif. JCI mencatatkan nilai 0,154, KLCI 0,173, dan STI 0,050. Hasil ini menunjukkan bahwa pada periode tersebut, ketiga pasar mulai mampu menghasilkan *excess return* atas risiko sistematis. Menariknya, KLCI mencatatkan nilai Treynor sedikit lebih tinggi dibandingkan JCI, yang mengindikasikan bahwa meskipun secara total risiko pasar Malaysia kurang efisien (sebagaimana tercermin dalam Sharpe Ratio), namun dari perspektif risiko sistematis, pasar tersebut mampu memberikan kompensasi *return* yang relatif lebih baik. Hal ini mengindikasikan bahwa volatilitas yang terjadi pada pasar Malaysia pada periode tersebut kemungkinan besar bersumber dari risiko non-sistematis.

Pada tahun 2020, yang merupakan periode krisis akibat pandemi COVID-19, kinerja Treynor Ratio kembali melemah. JCI dan KLCI mencatatkan nilai negatif masing-masing sebesar -0,433 dan -0,652, yang menunjukkan bahwa lonjakan risiko pasar tidak diimbangi dengan *excess return* yang positif. Sebaliknya, STI tetap mencatatkan Treynor Ratio positif sebesar 0,050, meskipun relatif kecil. Temuan ini menunjukkan bahwa pasar saham Singapura memiliki eksposur risiko sistematis yang lebih terkendali, sehingga masih mampu menghasilkan *return* yang sebanding dengan risiko pasar bahkan dalam kondisi krisis global. Hal ini memperkuat indikasi bahwa struktur pasar dan kualitas manajemen risiko di Singapura lebih matang dibandingkan dua pasar lainnya.

Pada fase pemulihan ekonomi tahun 2021, kinerja Treynor Ratio menunjukkan peningkatan yang cukup signifikan, khususnya pada JCI yang mencatatkan nilai sebesar 0,398. STI juga mencatatkan nilai positif sebesar 0,098, sementara KLCI hanya mencatatkan nilai yang sangat kecil sebesar 0,021. Kondisi ini menunjukkan bahwa pasar saham Indonesia mulai mampu memanfaatkan momentum pemulihan ekonomi global untuk menghasilkan *excess return* yang lebih tinggi terhadap risiko sistematis. Sementara itu, pasar Malaysia meskipun telah kembali ke zona positif, masih menunjukkan efisiensi risiko pasar yang relatif lemah. Pada tahun 2022, perbedaan kinerja antar pasar semakin terlihat jelas. JCI mencatatkan Treynor Ratio positif sebesar 0,506, STI sebesar 0,041, sementara KLCI kembali berada pada zona

negatif sebesar -0,311. Temuan ini mengindikasikan bahwa pasar saham Indonesia relatif lebih mampu mengelola risiko sistematis di tengah pengetatan kebijakan moneter global, sedangkan pasar Malaysia kembali menunjukkan kerentanan terhadap tekanan eksternal.

Pada tahun 2023, nilai Treynor Ratio meningkat tajam pada JCI dan KLCI, masing-masing sebesar 3,016 dan 4,807, sementara STI mencatatkan nilai yang mendekati nol, yaitu -0,003. Lonjakan nilai Treynor pada JCI dan terutama KLCI mengindikasikan bahwa pada periode tersebut, *excess return* yang dihasilkan relatif sangat tinggi dibandingkan risiko sistematis yang dihadapi. Namun demikian, nilai yang sangat besar ini perlu diinterpretasikan secara hati-hati, karena dapat dipengaruhi oleh nilai beta yang relatif kecil atau fluktuasi *return* yang ekstrem, sehingga tidak serta-merta mencerminkan stabilitas kinerja jangka panjang. Sebaliknya, nilai Treynor STI yang mendekati nol menunjukkan bahwa pasar Singapura cenderung stabil dengan sensitivitas pasar yang rendah, namun dengan *excess return* yang terbatas.

Secara keseluruhan, hasil analisis Treynor Ratio menunjukkan bahwa efisiensi kinerja risiko sistematis ketiga pasar saham bersifat dinamis dan sangat dipengaruhi oleh kondisi makroekonomi global. Pasar Singapura menunjukkan kinerja yang relatif stabil dan konsisten dalam mengelola risiko pasar, terutama pada periode krisis. Pasar Indonesia menunjukkan peningkatan signifikan pada fase pemulihan dan periode terbaru, yang mengindikasikan kemampuan yang semakin baik dalam mengonversi risiko sistematis menjadi *excess return*. Sementara itu, pasar Malaysia menunjukkan volatilitas kinerja Treynor yang tinggi, dengan fluktuasi tajam antara periode negatif dan lonjakan ekstrem, yang mengindikasikan adanya ketidakstabilan dalam efisiensi pengelolaan risiko pasar. Temuan ini menegaskan bahwa interpretasi Treynor Ratio perlu dibaca secara komplementer dengan Sharpe Ratio dan indikator kinerja lainnya agar memberikan gambaran yang lebih komprehensif mengenai kinerja risiko-*return* pasar saham di kawasan ASEAN.

Berdasarkan hasil analisis Jensen's Alpha pada *Appendix* Tabel A1, dapat dievaluasi kemampuan masing-masing indeks saham dalam menghasilkan *return* aktual yang melebihi *return* yang diharapkan berdasarkan Capital Asset Pricing Model (CAPM). Jensen's Alpha mengukur kinerja abnormal (*abnormal return*) setelah mempertimbangkan risiko sistematis, sehingga nilai alpha positif mengindikasikan bahwa suatu indeks mampu mengungguli return pasar yang disesuaikan dengan beta, sedangkan nilai alpha negatif menunjukkan kinerja yang berada di bawah ekspektasi model. Pada tahun 2017, perbedaan kinerja antar indeks terlihat cukup jelas. Indeks STI mencatatkan Jensen's Alpha positif sebesar 0,058, yang mengindikasikan bahwa pasar saham Singapura mampu menghasilkan return di atas return yang diharapkan berdasarkan risiko sistematisnya. Sebaliknya, JCI dan KLCI mencatatkan nilai alpha negatif masing-masing sebesar -0,029 dan -0,062, yang menunjukkan bahwa pada

periode tersebut pasar saham Indonesia dan Malaysia belum mampu memberikan kinerja superior dibandingkan benchmark pasar.

Memasuki tahun 2018, seluruh indeks mencatatkan Jensen's Alpha negatif, dengan JCI sebesar -0,034, KLCI -0,080, dan STI -0,100. Kondisi ini mencerminkan tekanan pasar global yang signifikan, di mana kinerja aktual seluruh indeks berada di bawah tingkat *return* yang diharapkan menurut CAPM. Nilai alpha negatif secara kolektif mengindikasikan bahwa pada periode ketidakpastian tersebut, investor tidak memperoleh abnormal *return* positif dari investasi pada ketiga pasar saham, sehingga efisiensi pengelolaan risiko sistematis berada pada tingkat yang rendah. Pada tahun 2019, kinerja Jensen's Alpha menunjukkan perbaikan yang bersifat parsial. Indeks STI kembali mencatatkan alpha positif sebesar 0,020, sementara JCI dan KLCI tetap berada pada zona negatif masing-masing sebesar -0,133 dan -0,112. Hasil ini menunjukkan bahwa pasar saham Singapura kembali mampu menghasilkan kinerja yang melampaui ekspektasi CAPM, sedangkan pasar Indonesia dan Malaysia masih mengalami underperformance relatif terhadap risiko sistematis yang ditanggung.

Pada tahun 2020, yang ditandai oleh krisis pandemi COVID-19, perbedaan kinerja antar pasar kembali terlihat. JCI dan KLCI mencatatkan Jensen's Alpha negatif masing-masing sebesar -0,106 dan -0,087, yang mengindikasikan bahwa volatilitas pasar yang tinggi tidak mampu dikonversi menjadi abnormal *return* positif. Sebaliknya, STI kembali mencatatkan alpha positif sebesar 0,047, yang menunjukkan bahwa meskipun berada dalam kondisi krisis global, pasar saham Singapura tetap mampu mengungguli *return* yang diprediksi oleh CAPM. Temuan ini memperkuat indikasi bahwa pasar Singapura memiliki struktur pasar, kualitas informasi, dan efisiensi manajemen risiko yang relatif lebih baik dibandingkan dua pasar lainnya.

Pada fase pemulihan ekonomi tahun 2021, terjadi peningkatan kinerja Jensen's Alpha pada sebagian pasar. Indeks STI mencatatkan nilai alpha positif tertinggi selama periode observasi, yaitu sebesar 0,101, yang mengindikasikan kinerja superior yang signifikan relatif terhadap risiko sistematis. JCI juga mencatatkan Jensen's Alpha positif sebesar 0,036, yang menunjukkan bahwa pasar saham Indonesia mulai mampu menghasilkan abnormal *return* positif pada fase pemulihan ekonomi. Sebaliknya, KLCI tetap mencatatkan alpha negatif sebesar -0,055, yang menunjukkan bahwa pasar Malaysia belum sepenuhnya mampu memanfaatkan momentum pemulihan untuk mengungguli *return* yang diharapkan. Pada tahun 2022, seiring dengan meningkatnya tekanan global akibat pengetatan kebijakan moneter, kinerja Jensen's Alpha kembali melemah. JCI dan KLCI masing-masing mencatatkan nilai negatif sebesar -0,046 dan -0,074, sedangkan STI masih mampu mempertahankan nilai alpha positif sebesar 0,025. Hal ini menunjukkan bahwa pasar Singapura tetap relatif lebih unggul dalam mengelola risiko sistematis dibandingkan dua pasar lainnya, meskipun tingkat abnormal *return* yang dihasilkan cenderung menurun.

Pada tahun 2023, seluruh indeks kembali mencatatkan Jensen's Alpha negatif, dengan JCI sebesar -0,010, KLCI sebesar -0,067, dan STI sebesar -0,047. Kondisi ini mengindikasikan bahwa pada periode tersebut, kinerja aktual pasar saham di ketiga negara berada di bawah *return* yang diharapkan menurut CAPM, sehingga tidak terdapat bukti kinerja abnormal positif yang konsisten. Namun demikian, nilai alpha JCI yang mendekati nol menunjukkan bahwa pasar saham Indonesia relatif lebih mendekati kondisi keseimbangan CAPM dibandingkan dua pasar lainnya. Secara keseluruhan, hasil analisis Jensen's Alpha menunjukkan bahwa indeks STI secara konsisten lebih sering mencatatkan alpha positif dibandingkan JCI dan KLCI, terutama pada periode krisis dan pemulihan ekonomi. Hal ini mengindikasikan bahwa pasar saham Singapura memiliki kemampuan yang lebih baik dalam menghasilkan kinerja superior setelah memperhitungkan risiko sistematis. Sebaliknya, pasar saham Indonesia menunjukkan kinerja yang membaik pada fase pemulihan namun belum konsisten menghasilkan abnormal *return* positif, sementara pasar saham Malaysia secara umum menunjukkan kecenderungan underperformance relatif terhadap benchmark pasar sepanjang periode penelitian. Temuan ini menegaskan bahwa Jensen's Alpha memberikan bukti tambahan mengenai perbedaan tingkat efisiensi dan kualitas kinerja pasar saham di kawasan ASEAN, serta memperkuat pentingnya penggunaan indikator kinerja risiko-*return* yang komplementer dalam analisis investasi.

## KESIMPULAN

Berdasarkan analisis kinerja risiko-*return* menggunakan Sharpe Ratio, Treynor Ratio, dan Jensen's Alpha terhadap indeks JCI (Indonesia), KLCI (Malaysia), dan STI (Singapura) selama periode 2017–2023, dapat disimpulkan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan dalam efisiensi investasi antar pasar saham di kawasan ASEAN. Analisis menunjukkan bahwa indeks STI (Singapura) memiliki kinerja paling konsisten dan efisien, yang tercermin dari dominasi nilai Sharpe Ratio dan Treynor Ratio yang relatif stabil serta Jensen's Alpha yang lebih sering bernilai positif, khususnya pada periode krisis global dan fase pemulihan ekonomi. Temuan ini menunjukkan bahwa pasar saham Singapura mampu mempertahankan keseimbangan antara *return* yang dihasilkan dan risiko yang dihadapi investor, sehingga lebih cocok bagi investor yang mengutamakan stabilitas portofolio dan pengelolaan risiko yang efisien. Indeks JCI (Indonesia) menunjukkan kinerja yang cukup kompetitif terutama pada fase pemulihan ekonomi, dengan *return* yang mampu mengimbangi risiko pada beberapa periode tertentu. Namun, konsistensi dalam menghasilkan abnormal *return* setelah disesuaikan dengan risiko sistematis masih perlu ditingkatkan, menunjukkan bahwa pasar Indonesia memiliki volatilitas yang cukup tinggi dan sensitivitas terhadap kondisi ekonomi domestik maupun global. Sementara itu, indeks KLCI (Malaysia) secara umum menunjukkan kinerja risiko-*return* yang paling lemah dan

kurang stabil sepanjang periode penelitian, yang mengindikasikan bahwa investor menghadapi risiko yang relatif tinggi tanpa kompensasi *return* yang memadai.

Dari perspektif praktis, hasil penelitian ini memiliki implikasi penting bagi pengambilan keputusan investasi. Investor yang mengutamakan efisiensi dan konsistensi *return* lebih disarankan untuk mempertimbangkan pasar saham Singapura sebagai bagian dari portofolio global mereka. Pasar Indonesia dapat menjadi alternatif investasi yang menjanjikan selama periode ekspansi ekonomi, namun investor harus tetap memperhitungkan volatilitas dan risiko pasar. Sedangkan pasar Malaysia memerlukan kehati-hatian lebih tinggi, terutama bagi investor yang tidak siap menghadapi fluktuasi yang tidak diimbangi *return* yang konsisten. Selain itu, penelitian ini juga memiliki implikasi bagi pembuat kebijakan dan regulator pasar modal. Temuan mengenai perbedaan efisiensi dan stabilitas pasar saham menekankan pentingnya penguatan struktur pasar, transparansi informasi, dan mekanisme pengelolaan risiko yang lebih baik untuk meningkatkan kepercayaan investor serta kualitas kinerja investasi. Regulasi yang mampu meningkatkan likuiditas dan stabilitas pasar, serta penerapan teknologi informasi yang transparan, dapat membantu mengurangi risiko volatilitas yang tinggi dan meningkatkan efisiensi pasar di kawasan ASEAN.

## REFERENSI

- Aggrawal, P., Gilbert, F. W., & Harkins, J. (2022). Time Dependence of CAPM Betas on the Choice of Interval Frequency and Return Timeframes: Is There an Optimum? *Journal of Risk and Financial Management*, 15(11), 520. <https://doi.org/10.3390/jrfm15110520>
- Alaoui, T., Benfeddoul, A., & Safae. (2023). The Empirical Explanatory Power of CAPM and the Fama and French Three-Five Factor Models in the Moroccan Stock Exchange. *International Journal of Financial Studies*, 11(1), 47. <https://doi.org/10.3390/ijfs11010047>
- Ali, M., Khattak, M. A., Khan, S., & Khan, N. (2023). COVID-19 and the ASEAN stock market: a wavelet analysis of conventional and Islamic equity indices. *Studies in Economics and Finance*, 40(4), 687–707. <https://doi.org/10.1108/SEF-10-2021-0457>
- Atmaca, M. E. (2022). Portfolio management and performance improvement with Sharpe and Treynor ratios in electricity markets. *Energy Reports*, 8, 192–201. <https://doi.org/10.1016/j.egyr.2021.11.287>
- Azis, Musdalifah, Iskandar, Ariswati, R., Desy, L., Surya, I. M., Sudirman, N., & Darma, D. C. (2022). The Treynor-Mazuy Conditional Model: Overview of Market Timing and Stock Selection on Equity Mutual Funds Performance. *Economic Alternatives*, 28(2), 252–263. <https://doi.org/10.37075/EA.2022.2.05>
- Aziz, M. I. A., Ahmad, N., Zichu, J., & Nor, S. M. (2022). The Impact of COVID-19 on the Connectedness of Stock Index in ASEAN+3 Economies. *Mathematics*, 10(9), 1417. <https://doi.org/10.3390/math10091417>

- Corelli, A., Achcar, S., Chekanova, A., Ghalayini, R., & Orazalyeva, N. (2021). An analysis of CAPM efficiency: the case of the DFM market in Dubai. *International Journal of Business Continuity and Risk Management*, 11(4), 367. <https://doi.org/10.1504/IJBCRM.2021.119944>
- Dessaint, O., Olivier, J., Otto, C. A., & Thesmar, D. (2021). CAPM-Based Company (Mis)valuations. *The Review of Financial Studies*, 34(1), 1–66. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhaa049>
- Fauziyah, N., Kamilah, A. N., & Rinaima, C. A. (2025). Risk and Return Evaluation: A Modern Portfolio Theory Approach on Bina Puri Berhad and Ahmad Zaki Resources Berhad Stocks. *Journal of Economic Education and Entrepreneurship Studies*, 6(1), 31–43. <https://doi.org/10.62794/je3s.v6i1.6678>
- Kiong, W. V., Aralas, S., & Pinjaman, S. (2023). Modelling Islamic Stock Market Volatility in ASEAN-5: A Standard GARCH and Asymmetric GARCH Models. *Global Business and Management Research: An International Journal*, 15(1), 149–157.
- Kircher, F., & Rösch, D. (2021). A shrinkage approach for Sharpe ratio optimal portfolios with estimation risks. *Journal of Banking & Finance*, 133, 106281. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2021.106281>
- Nida, R. S., Nafsi, F., Amelia Putri, A. R., Andni, R., & Johanna, A. (2023). The Impact of The Russian-Ukraine Invasion on The Reaction of Asean Stock Markets. *Journal International Dakwah and Communication*, 3(1), 43–56. <https://doi.org/10.55849/jidc.v3i1.233>
- Pavic Kramaric, T., Miletic, M., & Pepur, P. (2023). The Treynor Ratio as a Risk-adjusted Return of Croatian Listed Firms. *International Journal of Economic Sciences*, 12(2), 92–106. <https://doi.org/10.52950/ES.2023.12.2.006>
- Priyanto, Hartono, Rasyidin, Sudarmanto, E., & Rinaima, C. A. (2025). *Manajemen Investasi dan Portofolio*. PT Penerbit Naga Pustaka.
- Pushpalatha, E. (2024). Risk-Return Trade-Off In Blue Chip Mutual Funds: An Evaluation Using Sharpe, Treynor, And Jensen Measures In The Banking Sector. *Educational Administration: Theory and Practice*, 429–438. <https://doi.org/10.53555/kuey.v30i1.2600>
- Qi, Y., Liu, T., Zhang, S., & Zhang, Y. (2023). Robust Markowitz: Comprehensively maximizing Sharpe ratio by parametric-quadratic programming. *Journal of Industrial and Management Optimization*, 19(2), 1426. <https://doi.org/10.3934/jimo.2021235>
- Riandini, A. S., & Risman, A. (2022). EVALUATION OF EQUITY MUTUAL FUNDS PORTFOLIO PERFORMANCE IN INDONESIA USING SHARPE, TREYNOR AND JENSEN METHODS. *The EUrASEANs: journal on global socio-economic dynamics*, 3(34), 34–40. [https://doi.org/10.35678/2539-5645.3\(34\).2022.34-40](https://doi.org/10.35678/2539-5645.3(34).2022.34-40)



- Rinaima, C. A. (2024). The Influence of Socialization, Knowledge, and Bandwagon Effect on Investment Interest in the Sharia Capital Market at Genbi UIN Sunan Ampel Surabaya. *Journal of Indonesian Islamic Economic Finance*, 3, 149–168.
- Rinaima, C. A. (2025). *SHARIA COMPLIANT STOCK MARKET PERFORMANCE OF ASEAN-3 COUNTRIES: A COMPARATIVE STUDY WITH CONVENTIONAL COUNTERPARTS*. Universiti Utara Malaysia.
- Sundarasan, S., Kamaludin, K., & Ibrahim, I. (2023). The impact of COVID-19 pandemic on the volatility of conventional and Islamic stock indexes: a comparative study on ASEAN and GCC countries. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 14(4), 519–537. <https://doi.org/10.1108/JIABR-02-2021-0058>
- Tamara, D., Setyawan, D., Kristalisa, A., & Dwisana, M. (2021). PERFORMANCE OF CONSTRUCTION SERVICES SECTOR COMPANIES ON THE INDONESIA STOCK EXCHANGE IN THE PERIOD BEFORE THE COVID-19 PANDEMIC AND DURING THE COVID-19 PANDEMIC USING SHARPE, TREYNOR AND JENSEN RATIO. *EPH - International Journal of Business & Management Science*, 7(3), 10–22. <https://doi.org/10.53555/eijbms.v7i3.120>
- Treynor, J. L. (1965). Market value, time, and risk. *Time, and Risk*.
- Wang, C. D., Chen, Z., Lian, Y., & Chen, M. (2022). Asset selection based on high frequency Sharpe ratio. *Journal of Econometrics*, 227(1), 168–188. <https://doi.org/10.1016/j.jeconom.2020.05.007>
- Yulianti, S. Della, Mokoginta, I. J., & Lapure, M. G. (2024). Kinerja pasar ASEAN-5 selama isu krisis global. *Riset Akuntansi dan Manajemen Pragmatis*, 2(1), 29–37. <https://doi.org/10.58784/ramp.98>
- Zerbib, O. D. (2022). A Sustainable Capital Asset Pricing Model (S-CAPM): Evidence from Environmental Integration and Sin Stock Exclusion. *Review of Finance*, 26(6), 1345–1388. <https://doi.org/10.1093/rof/rfac045>
- Mechikova, S. (2024). Risk Premium for Emerging Market Equities Versus Developed Market Equities. *Journal of Corporate Finance Research / Корпоративные Финансы* | ISSN: 2073-0438, 18(1), 75–92. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.18.1.2024.75-92>

## Appendix A

**Tabel A1. Analisis dengan Jensen's Alpha Ratio**

INDEX	TAHUN						
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
JCI (Indonesia)	-0.029	-0.034	-0.133	-0.106	0.036	-0.046	-0.010
KLCI (Malaysia)	-0.062	-0.08	-0.112	-0.087	-0.055	-0.074	-0.067
STI (Singapura)	0.058	-0.1	0.02	0.047	0.101	0.025	-0.047

Sumber : Data diolah (2025)