

BAB II

KAJIAN TEORI DAN KERANGKA BERFIKIR

A. Pasar Modal Syariah

1. Definisi Pasar Modal Syariah

Pasar modal syariah merupakan salah satu komponen penting dalam sistem ekonomi Islam dan telah menunjukkan perkembangan yang signifikan dalam beberapa dekade terakhir. Sebagai alternatif dari pasar modal konvensional, pasar ini menyediakan instrumen investasi yang selaras dengan prinsip-prinsip syariah, seperti larangan *riba*, *gharar*, dan *maysir*. Perkembangan pasar modal syariah secara global mencerminkan meningkatnya kesadaran umat Muslim akan pentingnya berinvestasi sesuai dengan nilai-nilai agama, sekaligus menunjukkan potensi ekonomi yang besar dari sektor ini. Pasar modal syariah adalah sistem perdagangan *efek* yang dijalankan sesuai dengan prinsip-prinsip syariah. Sistem ini berfungsi menghimpun dana dari masyarakat untuk dialokasikan ke dalam kegiatan ekonomi yang halal dan bermanfaat. Berbeda dengan pasar modal konvensional yang berorientasi pada maksimalisasi keuntungan, pasar modal syariah menekankan keseimbangan antara keuntungan material dan nilai-nilai spiritual.¹⁵

¹⁵ Intan Amelia Damayanti, 'Islamic Investment and Capital Market : Analysis of Developments and Challenges in the Modern Era', *Journal Corner of Education, Linguistics, and Literature*, 5.001 (2025), 366–75.

Prinsip-prinsip dasar yang mendasari pasar modal syariah meliputi larangan *riba* (bunga), yang berarti seluruh transaksi yang mengandung bunga tetap dilarang, sehingga investasi pada *obligasi konvensional* tidak diperkenankan. Selain itu, terdapat larangan *gharar*, yaitu ketidakpastian atau *ambiguitas* berlebihan dalam transaksi yang dapat merugikan salah satu pihak. Prinsip larangan *maysir* juga diterapkan untuk melarang transaksi yang menyerupai perjudian atau bergantung pada unsur spekulasi semata. Pasar modal syariah adalah pasar modal yang dijalankan dengan konsep syariah, dimana setiap perdagangan surat berharga mentaati ketentuan transaksi sesuai dengan ketentuan syariah. Pasar modal syariah tidak hanya ada dan berkembang di Indonesia tetapi juga di negar-negara lain, seperti negara Malaysia. Lembaga yang pertama kali menaruh perhatian di dalam mengoperasikan portofolionya dengan manajemen portofolio syariah di pasar syariah adalah *Amanah Income fund* yang didirikan pada bulan juni 1986 oleh para anggota *The North American Islamic Trust* yang bermarkas di Indiana Amerika Serikat.¹⁶

2. Tantangan Struktural Pasar Modal Syariah di Indonesia

Terlepas dari berbagai capaian positif, pasar modal syariah di Indonesia juga masih banyak menghadapi tantangan-tantangan mendasar yang perlu secepatnya diatasi tidak menghambat perkembangan sektor ini dan dapat

¹⁶ Syifa Destya Salsabila and others, 'Pasar Modal Syariah', *Jurnal Ilmiah Research and Development Student (JIS)*, 2.1 (2024).

berlangsung secara berkelanjutan. Salah satu tantangan utama ialah rendahnya literasi masyarakat kepada instrumen pasar modal syariah, terkhusus pada wilayah luar perkotaan. Banyak masyarakat masih belum memahami secara menyeluruh tentang prinsip-prinsip dasar investasi syariah, seperti pada larangan *riba*, *gharar*, dan juga *maysir*. Ketidaktahuan ini mengakibatkan rendahnya partisipasi dalam instrumen keuangan halal sebenarnya mempunyai potensi besar untuk dapat memperkuat ekonomi.¹⁷

Perkembangan pada pasar modal syariah juga masih terkendala karena kurangnya inovasi produk syariah yang variatif dan juga kompetitif. Banyak dari investor yang masih berfikir bahwa instrumen syariah terlalu terbatas dan juga kurang fleksibel jika dibandingkan dengan pasar konvensional. Dalam situasi ini, peran dari sukuk tematik (*seperti sukuk hijau dan sukuk wakaf*) sebenarnya sudah sangat strategis. Akan tetapi, penetrasi dan juga pemahaman masyarakat terhadap produk-produk tersebut masih sangat rendah. Penelitian yang dilakukan oleh Faningrum dan Rochman.¹⁸ Yang menjelaskan bahwa meskipun terdapat minat masyarakat terhadap sukuk ritel telah mengalami

¹⁷ Ria Oktaviani Supriadi Kamaruddin, 'Pasar Modal Syariah Di Indonesia: Tinjauan Prinsip, Mekanisme, Dan Tantangannya', *Jurnal Institut Pesantren Sunan Drajat (INSUD)Lamongan*, 09.02 (2025), 218–26.

¹⁸ Ela Faningrum, Muhammad Sularno, and Fathur Rochman, 'Analisis Minat Masyarakat Terhadap Pembelian Sukuk Ritel Syariah Sebelum Dan Saat Pandemi Pendahuluan', *Jurnal Kajian Ekonomi Dan Bisnis Islam*, 01.01 (2024), 14–29.

peningkatan sejak masa pandemi, tingkat dari literasi keuangan dan juga pemahaman akad syariah masih tergolong sangat rendah terutama pada di luar kota. Hal ini mencakup pemahaman mengenai tentang struktur sukuk, karakteristik nilai kupon, dan juga masa jatuh tempo, yang menjadi landasan bagi investasi yang sangat tepat dan juga beretika.

3. Instrumen Keuangan Dalam Pasar Modal Syariah

Instrumen yang sering diperdagangkan dalam pasar modal syariah adalah :

a. Saham Syariah

Saham adalah bukti kepemilikan sebagian perusahaan. *Saham* adalah bentuk penyertaan modal dalam suatu perseroan terbatas (PT) atau yang sering disebut sebagai emiten.¹⁹

b. Obligasi Syariah

Obligasi merupakan utang dalam bentuk sekuriti. Surat berharga *obligasi* adalah instrumen utang bagi perusahaan yang hendak memperoleh modal. Dalam *obligasi* penerbit adalah sipeminjam (*debitur*), sedangkan pemegang obligasi adalah pemberi pinjaman (*kreditur*). Keuntungan yang diperoleh dari *obligasi* ini disebut dengan kupon. Kupon

¹⁹ Iqbal Hairul and Abdul Moin, 'Valuasi Saham Dengan Dividend Discount Model (DDM) Dan Price Earning Ratio (PER) Untuk Pengambilan Keputusan Investasi (Studi Kasus Pada Perusahaan Sub Sektor Makanan & Minuman, Perkebunan, Dan Pertambangan Batu Bara)', *Selekta Manajemen: Jurnal Mahasiswa Bisnis & Manajemen*, 01.06 (2022), 123–34

obligasi merupakan bunga pinjaman yang harus dibayarkan oleh *debitur* kepada *kreditur*. Penerbitan *obligasi* ini biasanya dilakukan untuk memperoleh pembiayaan jangka panjang yang bersal dari luar perusahaan.²⁰

c. Reksadana syariah

Reksa dana syariah adalah jenis *reksa dana* yang beroperasi sesuai dengan pedoman syariah yang melarang *riba* (bunga), *maysir* (spekulasi), dan *gharar* (tidak pastian). *Reksa dana syariah* adalah instrumen investasi yang menawarkan alternatif menarik bagi *investor* Muslim yang ingin berpartisipasi dalam pasar modal Indonesia dengan mematuhi prinsip-prinsip keuangan Islam. Dana *investor* dikumpulkan dan dikelola oleh manajer investasi yang terampil dan berpengalaman. Manajer investasi ini bertanggung jawab untuk memilih instrumen keuangan yang memenuhi kriteria syariah yang ditetapkan.²¹

B. Green Sukuk

1. Definisi Green Sukuk

Pada Maret 2018 pemerintah menerbitkan *sukuk* negara di pasar global (*global sukuk*) senilai total 3 miliar dolar AS. *Sukuk negara* ini terdiri atas *global green sukuk* senilai 1,25 miliar dolar AS (setara Rp 16,7 triliun) dan regular *global*

²⁰ Yenni Batubara, 'Analisis Masalah: Pasar Modal Syariah Sebagai Instrumen Investasi Di Indonesia', Jurnal Ekonomi Dan Bisnis.

²¹ Firman Muhammad and others, 'Evaluasi Kinerja Reksa Dana Syariah: Studi Kasus Pasar Modal Syariah Indonesia', Jurnal Hukum Dan Ekonomi Islam, 3.2 (2023), 87–96

sukuk senilai 1,75 miliar dolar AS. Respons pasar terhadap penerbitan *sukuk hijau* ternyata positif. Menteri Keuangan Sri Mulyani menilai bahwa ketertarikan investor terhadap *sukuk hijau* berlatar keinginan pasar untuk menambah portofolio mereka. Kementerian Keuangan baru akan memutuskan angka penerbitan *sukuk hijau* untuk 2019 setelah ada kesepakatan terkait Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN) 2019 bersama parlemen. Namun yang jelas, *sukuk hijau* masih menjadi opsi pilihan di tengah alternatif sumber pembiayaan. Di level global, Indonesia menjadi negara pertama yang menerbitkan *green sukuk* ini setelah sebelumnya beberapa negara lain seperti Prancis, Fiji dan Polandia sudah terlebih dahulu menerbitkan *green bonds*. *Green sukuk* ini merupakan instrumen yang memberikan sinyal atas dukungan Indonesia terhadap perluasan pasar *green bond* dan *green sukuk* baik domestik maupun internasional khususnya di kawasan Asia Tenggara. Dana hasil penjualan *green sukuk* ini nantinya akan dialokasikan untuk membiayai proyek-proyek yang masuk dalam kategori *green*. Berdasarkan panduan umum yang telah disusun pemerintah, beberapa proyek yang dikategorikan *green* di antaranya: *efisiensi energi dan renewable energy, green building, green tourism, disaster risk reduction, sustainable transport, waste to energy dan waste management,*

*sustainable management natural resources serta sustainable agriculture.*²²

Green sukuk adalah jenis *sukuk* yang digunakan untuk mendanai proyek-proyek yang memiliki dampak positif terhadap lingkungan, mendukung pencapaian Tujuan Pembangunan Berkelanjutan (SDGs), serta berfokus pada keberlanjutan sosial dan ekonomi. *Green sukuk* merupakan instrumen pembiayaan syariah yang sejalan dengan prinsip-prinsip syariah, yang menghindari unsur *riba* (bunga), *gharar* (ketidakpastian), dan *maisir* (perjudian), serta mendanai proyek-proyek yang ramah lingkungan, seperti energi terbarukan, pengelolaan limbah, dan infrastruktur hijau.²³

2. Karakteristik *Green Sukuk*

Karakteristik *Green Sukuk* mencakup beberapa elemen penting. Pertama, transparansi penggunaan dana, di mana penerbit wajib menjelaskan secara rinci proyek yang dibiayai serta bagaimana proyek tersebut memenuhi kriteria hijau. Kedua, adanya verifikasi dari pihak ketiga independen, yang memastikan bahwa proyek yang dibiayai benar-benar sesuai dengan prinsip-prinsip keberlanjutan. Ketiga, pelaporan berkala, baik dalam bentuk laporan dampak lingkungan

²² A. S. G. Pujiantoro & D. Dindalila, 'Narrative Review: Peluang Dan Tantangan *Green Sukuk* Di Indonesia', *Jurnal Diponegoro Journal of Economics and Business*, 1 (2021), 4.

²³ yetti afrida Indra, 'Implikasi Penerbitan *Green Sukuk* Terhadap Pertumbuhan Ekonomi Dan Kinerja Keuangan Syariah' (Universitas Islam Negeri Fatmawati Sukarno Bengkulu, 2025).

maupun keuangan, untuk menunjukkan akuntabilitas kepada investor dan masyarakat. Keempat, *Green Sukuk* harus memiliki kerangka kerja penerbitan (*Green Sukuk Framework*) yang menjelaskan kriteria pemilihan proyek, pengelolaan dana, dan strategi pelaporan. Dengan mengintegrasikan prinsip syariah dan keberlanjutan, *Green Sukuk* tidak hanya menjadi instrumen investasi yang etis, tetapi juga memberikan kontribusi nyata terhadap pembangunan ekonomi hijau dan pencapaian tujuan pembangunan berkelanjutan (*Sustainable Development Goals*).²⁴

Tabel 2.1
Karakteristik *Green Sukuk*

No	Aspek	Karakteristik Utama	Keterangan
1.	Prinsip Dasar	Berdasarkan akad syariah dan tujuan keberlanjutan lingkungan.	Mengacu pada prinsip keadilan, larangan riba, dan tanggung jawab sosial
2.	Sumber dana	Dana berasal dari investor syariah dan institusi keuangan	Didukung lembaga keuangan syariah dan

²⁴ Yudi Ahmad Faisal and others, 'Examining the Purchase Intentions of Indonesian Investors for Green Sukuk', *Sustainability (Switzerland)*, 15.9 (2023), 1–12

No	Aspek	Karakteristik Utama	Keterangan
			pasar modal Islam
3.	Tujuan penggunaan	Mendanai proyek hijau seperti energi terbarukan	Fokus pada proyek berkelanjutan seperti solar panel, konservasi
4.	Transparansi	Laporan berkala terkait penggunaan dana dan dampak lingkungan	Disampaikan dalam bentuk laporan berkala ke publik dan <i>investor</i>
5.	Struktur Akad	<i>Ijarah, wakalah, murabahah, dll.</i>	Disesuaikan dengan jenis proyek dan model investasi

Tabel 2.1 diatas merupakan karakteristik utama dari *Green Sukuk* terletak pada integrasi nilai-nilai syariah dengan prinsip keberlanjutan. Sukuk jenis ini tidak hanya menghindari unsur-unsur haram seperti *riba, maisir, dan gharar*, tetapi juga diarahkan untuk mendukung proyek yang membawa manfaat

ekologis. Dalam konteks ini, *Green Sukuk* menjadi instrumen investasi yang menyeimbangkan antara keuntungan ekonomi dan kepedulian terhadap lingkungan. Kejelasan struktur akad dan tujuan penggunaannya membuat instrumen ini dapat dipercaya dan sesuai dengan *maqashid syariah*.²⁵

3. Potensi *Green Sukuk* dalam Keuangan Syariah Berkelanjutan

Green sukuk memiliki prospek yang sangat besar dalam mendukung pengembangan pasar modal syariah di Indonesia sekaligus memperkuat agenda pembangunan berkelanjutan nasional. Instrumen ini dipandang strategis karena menggabungkan dua dimensi utama yang kini semakin relevan, yaitu kepatuhan terhadap prinsip syariah dan komitmen pada prinsip keberlanjutan lingkungan. Sejak Indonesia meluncurkan *green sukuk* perdana pada tahun 2018, *tren* penerbitan instrumen ini terus menunjukkan peningkatan baik dari sisi nilai maupun diversifikasi proyek yang dibiayai. Proyek-proyek yang didukung meliputi pembangunan energi terbarukan, transportasi berkelanjutan, *efisiensi energi*, hingga pengelolaan limbah dan adaptasi perubahan iklim. Dengan cakupan tersebut, *green sukuk* tidak hanya sekadar instrumen keuangan, tetapi juga menjadi alat kebijakan yang relevan dalam mewujudkan target *Sustainable Development Goals*

²⁵ Ainun Fadillah and others, 'Green Sukuk Dan Investasi Berkelanjutan Dalam Perspektif Ekonomi Syariah: Peluang, Tantangan, Dan Inovasi Pasar Modal Islam Global', Prosiding Seminar Nasional Teknologi Komputer Dan Sains, 3.1 (2025), 15–20.

(SDGs). Daya tarik *green sukuk* Indonesia tidak hanya terbatas di lingkup *domestik*, tetapi juga diakui secara internasional. Tingginya minat *investor global* terhadap instrumen ini menunjukkan bahwa *green sukuk* mampu menjembatani kebutuhan antara *investor syariah* dan *investor* yang berorientasi pada prinsip *Environmental, Social, and Governance* (ESG). Laporan *London Stock Exchange Group* (LSEG) *Green and Sustainability Sukuk Update 2024* mencatat bahwa penerbitan *green* dan *sustainability sukuk global* mencapai USD 11,9 miliar hanya dalam triwulan ketiga tahun 2024, dengan Indonesia tercatat sebagai salah satu penerbit terbesar bersama Arab Saudi dan Uni Emirat Arab. Fakta ini menegaskan bahwa *green sukuk* Indonesia memiliki reputasi tinggi di mata *investor internasional*, yang tercermin dari permintaan yang konsisten melebihi jumlah penawaran (*oversubscribed*) dalam setiap penerbitan. Kondisi ini membuka peluang bagi Indonesia untuk terus memperkuat perannya sebagai *benchmark issuer* bagi negara-negara lain, sekaligus menegaskan statusnya sebagai pusat keuangan syariah yang kompetitif secara *global*.²⁶

Dengan melihat *tren global* yang semakin menekankan keberlanjutan sebagai kriteria utama *investasi*, *green sukuk* memiliki peluang untuk menjadi salah satu pilar utama

²⁶ Nabila Maydina M.A.Farotul Jannah, 'Green Sukuk Dan Sustainable Finance: Potensi Pengembangan Di Pasar Modal Syariah Indonesia', *Jurnal Sahmiyya*, 4.2 (2024), 488–99.

pembiayaan berkelanjutan di Indonesia. Tidak hanya berfungsi sebagai instrumen pembiayaan proyek hijau, *green sukuk* juga dapat menjadi sarana diplomasi ekonomi yang meningkatkan reputasi Indonesia sebagai negara pelopor dalam keuangan syariah berkelanjutan. Kombinasi antara komitmen pemerintah, dukungan regulasi, keterlibatan *investor internasional*, dan potensi inovasi produk menjadikan *green sukuk* sebagai instrumen strategis yang mampu memperkuat stabilitas pasar modal syariah sekaligus mendukung transformasi ekonomi Indonesia menuju arah pembangunan berkelanjutan.²⁷

4. Tantangan dan Kesenjangan Implementasi *Sustainable Finance*

Green Sukuk, sebagai alat keuangan yang mengikuti prinsip-prinsip keuangan Islam, bertujuan untuk mendukung upaya pembangunan berkelanjutan. Dengan keterampilannya dalam menghubungkan keuangan dengan persyaratan etika proyek-proyek hijau, *Green Sukuk* muncul sebagai solusi yang efektif dalam meningkatkan kesejahteraan masyarakat secara luas. Prinsip-prinsip syariah yang menjadi dasar *Sukuk* menjamin bahwa keuntungan bagi para pemegangnya bukan berasal dari bunga, melainkan dari bagi hasil atau *fee* yang sesuai dengan prinsip-prinsip syariah.

²⁷ Nabila Maydina M.A.Farotul Jannah, 'Green Sukuk Dan Sustainable Finance: Potensi Pengembangan Di Pasar Modal Syariah Indonesia', Jurnal Sahmiyya, 4.2 (2024), 488–99.

Green Sukuk, yang merupakan bagian dari Sukuk, terutama difokuskan pada proyek-proyek energi bersih dan terbarukan, yang bertujuan untuk mendukung pelestarian lingkungan dan mengurangi dampak perubahan iklim.²⁸

Meskipun perkembangan *green sukuk* di Indonesia cukup signifikan, implementasi keuangan berkelanjutan dalam konteks pasar modal syariah masih menghadapi berbagai tantangan. Dari aspek regulasi, meskipun Indonesia telah memiliki *Green Bond and Green Sukuk Framework* sejak 2018, kerangka tersebut masih terbatas dalam hal cakupan dan detail pengawasan terhadap proyek hijau. Tantangan lain terletak pada aspek infrastruktur pasar dan kesiapan institusi. Sistem pendukung seperti *budget tagging* yang diperkenalkan pada 2015 untuk mengidentifikasi belanja pemerintah terkait iklim memang *inovatif*, tetapi belum sepenuhnya diintegrasikan dengan mekanisme pasar modal syariah. Proses koordinasi lintas kementerian dan lembaga masih sering terkendala oleh birokrasi, sehingga menyebabkan keterlambatan dalam implementasi dan pelaporan. Selain itu, infrastruktur teknologi yang diperlukan untuk meningkatkan transparansi, terutama dalam hal pemantauan proyek hijau secara *real-time*, masih terbatas. Dari sisi *investor*, tingkat literasi mengenai *sustainable finance dan green sukuk* masih

²⁸ Arifudin Arifudin and others, 'Green Sukuk: Tantangan Dan Strategi Pengembangan Untuk Pembangunan Berkelanjutan Serta Menuju Ekonomi Hijau', Jurnal Ekonomi Dan Keuangan Islam, 2.3 (2024), 12–20

relatif rendah. Sebagian besar investor domestik masih memandang instrumen syariah dalam kerangka profitabilitas semata, tanpa mempertimbangkan dimensi lingkungan. Akibatnya, basis investor hijau di dalam negeri belum berkembang optimal, sementara sebagian besar permintaan *green sukuk* Indonesia justru berasal dari *investor internasional*. Kondisi ini menimbulkan kesenjangan antara potensi besar pasar domestik dengan realisasi investasi berkelanjutan yang masih didominasi oleh pasar global. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa *implementasi sustainable finance* di pasar modal syariah Indonesia masih menghadapi sejumlah kendala fundamental: keterbatasan regulasi, infrastruktur yang belum matang, rendahnya literasi investor, minimnya diversifikasi produk, dan kesenjangan antara teori syariah dengan praktik pasar global. Tantangan-tantangan ini harus diatasi secara sistematis agar *green sukuk* dan instrumen keuangan berkelanjutan lainnya dapat berkembang lebih optimal, tidak hanya sebagai simbol pencapaian internasional tetapi juga sebagai instrumen efektif untuk mendorong transformasi ekonomi nasional menuju keberlanjutan.²⁹

²⁹ Nabila Maydina M.A.Farotul Jannah, 'Green Sukuk Dan Sustainable Finance: Potensi Pengembangan Di Pasar Modal Syariah Indonesia', Jurnal Sahmiyya, 4.2 (2024), 488–99.

C. Teori Yang Relevan

1. Teori Pasar Efisien

Teori Pasar Efisien (*Efficient Market Hypothesis*) yang dikemukakan oleh *Eugene F. Fama*. Menyatakan bahwa harga instrumen keuangan di pasar modal telah mencerminkan seluruh informasi yang tersedia, sehingga pasar akan merespons setiap informasi baru secara cepat dan rasional. Menurut Burton G. Malkiel dalam jurnalnya yang berjudul "*The Efficient Market Hypothesis and Its Critics*" (2003),³⁰ pasar modal pada umumnya cukup efisien, dalam arti bahwa sebagian besar harga saham telah mencerminkan informasi publik secara cepat dan akurat. Dalam kondisi pasar yang efisien, informasi yang diumumkan kepada publik, seperti penerbitan instrumen keuangan baru, akan segera tercermin dalam harga, volume perdagangan, dan aktivitas pasar modal secara keseluruhan. penerbitan *green sukuk* dapat dipandang sebagai informasi publik yang signifikan bagi pasar modal syariah di Indonesia.

Pemikiran ekonomi Islam yang dikemukakan oleh Ibn Taimiyah (1263–1328 M) menunjukkan adanya prinsip-prinsip yang secara konseptual sejalan dengan gagasan dasar Teori Pasar Efisien (*Efficient Market Hypothesis/EMH*) dalam ekonomi modern, meskipun berasal dari ranah pemikiran yang berbeda. Menurut Ibn Taimiyah, harga pasar seharusnya

³⁰ Burton G Malkiel, '*The Efficient Market Hypothesis and Its Critics*', *Journal of Economic Perspectives*, 17.1 (2003), 59–82.

ditentukan oleh interaksi permintaan dan penawaran secara natural tanpa adanya manipulasi atau praktik yang merusak, seperti penimbunan (*ihtikār*) dan penipuan, sehingga tercipta harga yang adil dan mencerminkan kondisi riil pasar. Pandangan ini menekankan transparansi dan keadilan dalam proses pembentukan harga, yang merupakan salah satu prasyarat penting untuk tercapainya efisiensi pasar karena harga dianggap mencerminkan seluruh informasi relevan yang tersedia. Di dalam pasar modal modern, EMH juga menyatakan bahwa harga sekuritas mencerminkan informasi yang tersedia secara penuh, sehingga tidak mungkin mendapatkan keuntungan abnormal tanpa risiko ekstra. konsep keadilan harga dan transparansi yang ditekankan oleh Ibn Taimiyah dapat dipandang sebagai landasan normatif Islam bagi tujuan pasar efisien, di mana harga mencerminkan informasi yang benar dan adil bagi seluruh pelaku pasar.³¹

2. Teori *Behaviour Finance*

Teori *Behaviour Finance* memfokuskan pada pengaruh psikologis investor dalam pengambilan keputusan keuangan dan bagaimana pasar seringkali mengalami ketidakpastian saat menghadapi kondisi tertentu. Dalam konteks pengambilan keputusan investasi, *behavioral finance* menyoroti bahwa sifat, emosi, dan preferensi dapat memainkan peran signifikan dalam menentukan tindakan, terutama dalam keputusan

³¹ Alfi Luli Devitasari, 'Pandangan Ibnu Taimiyah Terhadap Permintaan Dan Penawaran Pasar', *Jurnal Media Akademik*, 3.5 (2025).

sementara. Faktor-faktor psikologis seperti kekhawatiran, ketakutan, dan kecenderungan untuk menjadi terlalu percaya diri dapat mempengaruhi *investor*, menghasilkan keputusan investasi yang tidak selalu rasional. Teori ini mengkaji dampak fenomena psikologis pada perilaku keuangan, dengan mengakui bahwa manusia tidak selalu bertindak secara rasional dalam konteks pengambilan keputusan keuangan. Banyak investor tidak menyadari bahwa keadaan psikologis mereka memengaruhi keputusan yang mereka buat tentang investasi. *Behavioral finance* adalah penelitian tentang bagaimana psikologi memengaruhi keputusan keuangan seseorang dalam hal rumah tangga, pasar, dan organisasi.³²

Dalam perspektif Islam, konsep Behavioural Finance memiliki kesesuaian yang kuat dengan ajaran Islam yang mengakui bahwa manusia memiliki kecenderungan nafsu, emosi, dan keterbatasan rasionalitas dalam bertindak ekonomi. Al-Qur'an dan pemikiran ulama klasik menegaskan bahwa perilaku ekonomi manusia harus dikendalikan oleh akal, iman, dan etika agar tidak terjerumus pada spekulasi (*maysir*), ketidakpastian berlebihan (*gharar*), dan ketamakan (*tama*). Pemikiran Al-Ghazali (1058–1111 M),³³ dalam *Ihyā' 'Ulūm*

³² Nur Diana, Maslichah, Moh. Cholid Mawardi, Abdullah Syakur Novianto and others, *Manajemen Keuangan Strategik*, ed. by M.Si Prof. Dr. Heri Pratikto and M.M Dr. Ely Siswanto, S.Sos. (Edu-litera, 2024).

³³ Sarini Syarifuddin and Muhammad Ikhwan Saputra, 'Al-Ghazali Dan Perilaku Pasar : Perpesktif Etika Bisnis Dalam Kitab Ihya Ulum Ad-Din', *Jurnal Ilmiah Ekonomi Islam*, 6.03 (2020), 501–7.

al-Dīn menekankan pentingnya pengendalian nafsu dan etika dalam aktivitas ekonomi. Menurut Al-Ghazali, perilaku ekonomi yang didorong oleh keserakahan dan emosi berlebihan akan menimbulkan ketidakadilan dan merusak keseimbangan pasar. Pandangan ini sejalan dengan *Behavioural Finance* yang menjelaskan bahwa perilaku irasional investor, seperti *overconfidence* dan *herding behavior*, dapat menyebabkan gelembung harga (*asset bubble*) dan ketidakstabilan pasar. Dalam pasar modal syariah, teori *Behavioural Finance* dipandang relevan karena pasar syariah tidak hanya menuntut efisiensi harga, tetapi juga perilaku investor yang etis dan rasional secara moral. Islam melengkapi *Behavioural Finance* dengan prinsip maqāsid al-syarī‘ah, yaitu menjaga harta (*hifz al-māl*), mencegah spekulasi berlebihan, dan menciptakan kemaslahatan. Dengan demikian, *Behavioural Finance* dan teori Islam sama-sama mengakui keterbatasan rasionalitas manusia, namun Islam memberikan solusi melalui nilai iman, etika, dan regulasi syariah agar perilaku pasar tetap adil dan stabil.

3. Teori Investasi J.M. Keynes

Teori Keynes adalah teori ekonomi yang sering digunakan pada dunia investasi. Teori ini berasal dari ahli ekonomi John Maynard Keynes yang juga dikenal sebagai pencetus *Keynesianisme*. Teori ini menyatakan bahwa kecenderungan ekonomi makro dapat mempengaruhi perilaku individu

ekonomi mikro. Keputusan investasi itu dapat diambil dengan membandingkan *Marginal Efficiency of Capital* (MEC) atau keuntungan yang diharapkan dari sebuah investasi dengan tingkat bunga riil (r).³⁴

Ketika nilai MEC-nya lebih besar dibandingkan tingkat bunga riil, maka kamu disarankan melakukan investasi. Teori Keynes menyebutkan bahwa masyarakat adalah komponen utama untuk mendorong pertumbuhan ekonomi, yang sangat dipengaruhi oleh kebijakan pemerintah. Salah satu bentuk utama penerapan teori ini adalah alokasi dana pemerintah untuk membangun infrastruktur, pendidikan, dan tunjangan yang nantinya akan meningkatkan jumlah konsumsi masyarakat secara umum. Hal ini tentu sangat berlawanan dengan teori ekonomi klasik yang hanya berfokus untuk menumbuhkan bisnis dan tidak berfokus pada masyarakat sebagai konsumen.³⁵ Teori Investasi Keynes merupakan salah satu konsep penting dalam teori ekonomi Keynesian. Keynes berpendapat bahwa investasi merupakan faktor penting dalam menentukan tingkat output dan lapangan kerja dalam suatu perekonomian. Menurut Keynes, investasi dipengaruhi oleh faktor-faktor seperti suku bunga, ekspektasi keuntungan, dan tingkat ketidakpastian. Jika suku bunga

³⁴ Moh. Cholid Mawardi, *Kebijakan Investasi : Teori Investasi J.M. Keynes Dan Investasi Umkm* (Edulitera, 2024).

³⁵ Moh. Cholid Mawardi, *Kebijakan Investasi : Teori Investasi J.M. Keynes Dan Investasi Umkm* (Edulitera, 2024).

rendah, maka investasi akan meningkat karena biaya pinjaman menjadi lebih murah. Sebaliknya, jika suku bunga tinggi, maka investasi akan menurun karena biaya pinjaman menjadi lebih mahal.

Dalam perspektif Islam, pandangan Keynes tersebut memiliki kesesuaian konseptual dengan ajaran Islam yang mengakui bahwa manusia memiliki keterbatasan pengetahuan dan cenderung dipengaruhi oleh perasaan serta dugaan terhadap masa depan. dalam teori Keynes dapat dikaitkan dengan pandangan Al-Ghazali dan Ibn Khaldun yang menekankan bahwa perilaku ekonomi manusia dipengaruhi oleh nafsu, harapan, dan rasa takut. Islam memberikan kerangka etis untuk mengendalikan faktor psikologis tersebut melalui prinsip keadilan (*'adl*), kejujuran (*ṣidq*), dan kemaslahatan (*maṣlahah*). Dengan demikian, keputusan investasi dalam Islam tidak hanya mempertimbangkan keuntungan material, tetapi juga dampak moral dan sosial dari aktivitas investasi tersebut. teori investasi Keynes dapat dipahami sebagai penjelasan empiris mengenai perilaku investor, sementara Islam berperan sebagai filter normatif yang mengarahkan investasi agar tetap produktif dan stabil. Instrumen investasi syariah seperti saham syariah dan sukuk dirancang untuk mengurangi ketidakpastian ekstrem dan spekulasi, sehingga ekspektasi investor didasarkan pada kinerja riil aset dan kegiatan usaha yang halal. Dengan

demikian, teori investasi Keynes dan teori Islam sama-sama mengakui peran ekspektasi dan psikologi dalam investasi, namun Islam melengkapinya dengan prinsip syariah untuk menciptakan stabilitas dan keadilan dalam sistem investasi.³⁶

4. Teori Portofolio Markowitz

Teori Modern Portofolio atau *Modern Portfolio Theory* (MPT) yang merupakan suatu pendekatan investasi dengan fokus pada diversifikasi dan hubungan antara risiko dan imbal hasil saat terdapat kontrak dalam investasi portofolio. MPT ini merupakan teori portofolio klasik yang dikembangkan oleh Harry Markowitz pada tahun 1952. Teori ini didasarkan pada dua konsep utama, yaitu risiko dan return. Secara spesifik tujuan dari teori portofolio adalah :

- a) Membantu investor dalam menentukan tingkat risiko yang bersedia ditanggung
- b) Membantu investor dalam memilih aset-aset yang tepat untuk portofolio mereka
- c) Membantu investor dalam menentukan proporsi masing-masing aset dalam portofolio mereka
- d) Membantu investor dalam memantau kinerja portofolio mereka

Bagi investor penting untuk memahami konsep dasar portofolio untuk dapat membentuk portofolio yang sesuai

³⁶ Fitri Hayati Sari, Dina, Salma Agita Sitepu, Ratna Sari Hasibuan, Gemma Surya Gemilang, 'Pemikiran Ekonomi Imam Al-Ghazali: Analisis Konsep Kepemilikan, Uang, Dan Etika Pasar Dalam', Jurnal Ilmiah Ekonomi Dan Manajemen, 3.6 (2025), 246–53.

dengan profil risiko dan tujuan investasi mereka. Konsep dasar portofolio yang perlu dipahami oleh investor adalah:

- a) Risiko adalah kemungkinan terjadinya kerugian pada investasi. Risiko portofolio dapat diukur dengan berbagai cara, seperti standar deviasi atau varian.
- b) *Return* adalah hasil dari investasi, yang dapat berupa kenaikan harga, dividen, atau bunga. *Return* portofolio dapat diukur dengan berbagai cara, seperti rata-rata pengembalian atau pengembalian kumulatif.
- c) Diversifikasi adalah proses penyebaran investasi ke berbagai aset untuk mengurangi ketergantungan pada satu aset tertentu. Diversifikasi dapat membantu mengurangi risiko portofolio tanpa mengurangi return portofolio.³⁷

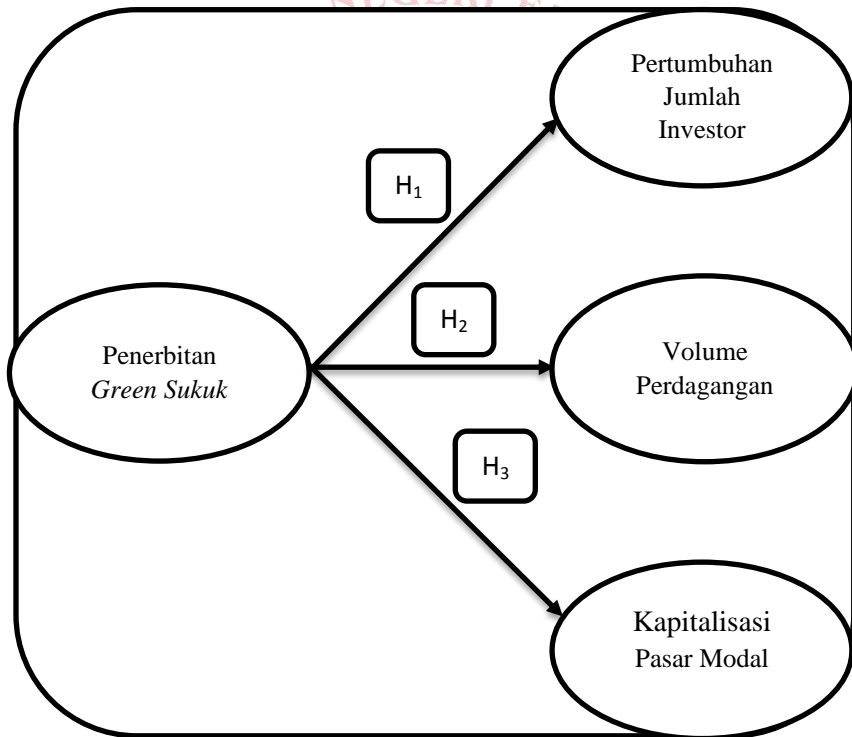
Teori Portofolio Islam (TPI) merupakan pendekatan investasi yang mengintegrasikan prinsip-prinsip syariah Islam dengan teori portofolio modern yang dikemukakan oleh Markowitz. Teori Portofolio Islam (TPI) menekankan bahwa pengelolaan portofolio tidak hanya bertujuan untuk memaksimalkan return dan meminimalkan risiko, tetapi juga harus memenuhi ketentuan syariah serta mengarah pada pencapaian *falah* (kesejahteraan dunia dan akhirat). Dalam Teori Portofolio Islam, seluruh instrumen investasi harus terbebas dari unsur *riba*, *gharar* (ketidakpastian berlebihan),

³⁷ Irma Hidayati, *Kebijakan Investasi: Teori Portofolio Markowitz*, Ed. By Heri Pratikto Ely Siswanto, (Edulitera, 2024).

maysir (spekulasi atau perjudian), serta aktivitas usaha yang bertentangan dengan syariat Islam.³⁸

D. Kerangka Berfikir

Kerangka berpikir atau kerangka pemikiran adalah dasar pemikiran dari penelitian yang disintesis dari fakta-fakta, observasi dan kajian kepustakaan. kerangka berpikir memuat teori, dalil atau konsep-konsep yang akan dijadikan dasar dalam penelitian.³⁹



³⁸ Irfani Azis, Muhamad Syazali, and Elise Nathalia Manurung, 'The Optimal Portfolio of Islamic Stocks Using the Markowitz and Black-Litterman Models', *Jurnal Matematika*, 6.1 (2023), 1–6

³⁹ Addini Zahra Syahputri, Fay Della Fallenia, and Ramadani Syafitri, 'Kerangka Berfikir Penelitian Kuantitatif', *Jurnal Ilmu Pendidikan Dan Pengajaran*, 2 (2023).

Gambar 2.1

Kerangka Berpikir

Kerangka berpikir tersebut menggambarkan bahwa penelitian ini membahas tentang pengaruh *green sukuk* terhadap perkembangan pasar modal syariah di Indonesia dengan menggunakan indikator yaitu : Pertumbuhan jumlah investor, volume perdagangan, dan Kapitalisasi pasar modal syariah.

E. Hipotesis Penelitian

Hipotesis adalah dugaan sementara mengenai masalah penelitian yang kebenarannya harus di uji secara empiris. Hipotesis penelitian disusun berdasarkan pemahaman proses, khususnya tentang media landasan dan dalil atau teori terkait dengan kasus atau fenomena yang menjadi obyek penelitian.⁴⁰ Hipotesis penelitian merupakan dugaan sementara yang digunakan sebelum diakukannya penelitian. Berdasarkan kerangka konseptual di atas, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

1. Pertumbuhan Jumlah Investor Syariah

H₁: Penerbitan *Green Sukuk* berpengaruh signifikan terhadap pertumbuhan jumlah investor syariah di Indonesia.

H₂: Penerbitan *Green Sukuk* tidak berpengaruh signifikan terhadap pertumbuhan jumlah investor syariah di Indonesia.

2. Volume Perdagangan Pasar Modal Syariah

⁴⁰ Jim Hoy Yam and Ruhayat Taufik, 'Hipotesis Penelitian Kuantitatif', Jurnal Ilmu Administrasi, 3.2 (2021), 96–102.

H₁: Penerbitan *Green Sukuk* berpengaruh signifikan terhadap volume perdagangan pasar modal syariah di Indonesia.

H₂: Penerbitan *Green Sukuk* tidak berpengaruh signifikan terhadap volume perdagangan pasar modal syariah di Indonesia.

3. Kapitalisasi Pasar Modal Syariah

H₁: Penerbitan *Green Sukuk* berpengaruh signifikan terhadap kapitalisasi pasar modal syariah

H₂: Penerbitan *Green Sukuk* tidak berpengaruh signifikan terhadap kapitalisasi pasar modal syariah di Indonesia.

