

## Legitimasi Syariah dan Rasionalitas Pasar: Analisis Kritis Fatwa DSN-MUI pada Perdagangan Saham Syariah di Indonesia

Hanafi<sup>1</sup>, Yuyu Yuniar<sup>2</sup>, Arsyad Ali Fahmi<sup>3</sup>, Mohammad Ismail<sup>4</sup>

Hukum Ekonomi Syariah, Sekolah Tinggi Ilmu Syariah Darul Ulum, Indonesia.

Email: hanafidokter9@gmail.com<sup>1</sup>, yu3niar@gmail.com<sup>2</sup>, arsyadalifahmi@stisdulamtim.ac.id<sup>3</sup>,

muhammadismail@stisdulamtim.ac.id<sup>4</sup>.

**Abstrak:** Penelitian ini bertujuan menganalisis secara kritis konstruksi legitimasi syariah dalam fatwa yang dikeluarkan oleh Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia terkait perdagangan saham serta menelaah bagaimana rasionalitas pasar mempengaruhi interpretasi dan implementasinya dalam praktik pasar modal syariah di Indonesia. Penelitian menggunakan pendekatan kualitatif dengan desain normatif-kritis. Data dikumpulkan melalui studi dokumentasi terhadap fatwa DSN-MUI, regulasi pasar modal dari Otoritas Jasa Keuangan, serta literatur akademik mengenai ekonomi Islam dan sosiologi ekonomi. Pengumpulan data dilakukan melalui studi kepustakaan dan analisis dokumen, sedangkan analisis data menggunakan analisis isi dan analisis wacana kritis untuk mengkaji hubungan antara legitimasi syariah dan rasionalitas pasar. Hasil penelitian menunjukkan bahwa fatwa DSN-MUI berperan dalam membangun legitimasi religius terhadap perdagangan saham melalui reinterpretasi konsep kepemilikan, transaksi, dan mekanisme penyaringan saham. Namun, rasionalitas pasar tetap dominan sehingga fatwa dalam beberapa aspek berfungsi sebagai kompromi normatif antara prinsip syariah dan efisiensi pasar. Penelitian ini menunjukkan terbentuknya model hibrida antara norma syariah dan sistem pasar modern.

**Kata Kunci :** *legitimasi syariah, fatwa DSN-MUI, pasar modal syariah, rasionalitas pasar, saham syariah.*

**Abstract:** This study aims to critically analyze the construction of sharia legitimacy in fatwas issued by the Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) concerning stock trading and to examine how market rationality influences their interpretation and implementation in the practice of the sharia capital market in Indonesia. The research employs a qualitative approach with a normative-critical design. Data were collected through document analysis of DSN-MUI fatwas, capital market regulations issued by the Otoritas Jasa Keuangan, and academic literature on Islamic economics and economic sociology. Data collection was conducted through literature review and document study, while data analysis applied content analysis and critical discourse analysis to explore the relationship between sharia legitimacy and market rationality. The findings indicate that DSN-MUI fatwas play a significant role in establishing religious legitimacy for stock trading through reinterpretation of ownership concepts, transaction mechanisms, and stock screening processes. However, market rationality remains dominant, positioning the fatwa as a normative compromise between sharia principles and market efficiency. The study highlights the emergence of a hybrid model integrating Islamic legal norms with modern market systems.

Keywords : *legitimacy, DSN-MUI fatwa, Islamic capital market, market rationality, sharia stocks.*

## A. Pendahuluan

Industri keuangan syariah mengalami pertumbuhan yang signifikan baik pada tingkat global maupun nasional.<sup>1</sup> Sistem keuangan yang berbasis pada prinsip-prinsip syariah semakin mendapatkan perhatian sebagai alternatif terhadap sistem keuangan konvensional yang sering dikritik karena praktik spekulasi, ketidakadilan distribusi, serta krisis finansial berulang. Menurut berbagai kajian, perkembangan sektor keuangan syariah tidak hanya terjadi pada sektor perbankan, tetapi juga meluas ke pasar modal, asuransi, dan berbagai instrumen investasi berbasis syariah.<sup>2</sup> Pasar modal syariah menjadi salah satu pilar penting dalam pengembangan ekosistem ekonomi Islam karena berfungsi sebagai sarana mobilisasi dana masyarakat sekaligus instrumen investasi yang sesuai dengan prinsip-prinsip fiqh muamalah.<sup>3</sup>

Di Indonesia, perkembangan pasar modal syariah menunjukkan tren yang cukup pesat seiring meningkatnya kesadaran masyarakat terhadap investasi yang sesuai dengan prinsip syariah.<sup>4</sup> Transformasi pasar modal menuju sistem yang lebih inklusif mendorong lahirnya berbagai instrumen investasi syariah seperti saham syariah, sukuk, dan reksa dana syariah.<sup>5</sup> Salah satu tonggak penting dalam perkembangan ini adalah pembentukan indeks saham syariah seperti Jakarta Islamic Index (JII) dan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) yang berfungsi sebagai indikator kinerja saham-saham yang memenuhi kriteria syariah.<sup>6</sup> Keberadaan indeks tersebut tidak hanya meningkatkan transparansi pasar, tetapi juga memperluas akses investor Muslim terhadap instrumen investasi yang dianggap halal.<sup>7</sup>

Pertumbuhan pasar saham syariah di Indonesia juga didukung oleh kerangka regulasi yang melibatkan berbagai lembaga, termasuk otoritas pasar modal dan lembaga keagamaan. Dalam konteks ini, Dewan Syariah Nasional–Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) memainkan peran penting dalam memberikan legitimasi keagamaan terhadap berbagai instrumen dan mekanisme transaksi di pasar modal syariah. Melalui berbagai fatwa yang dikeluarkan sejak awal 2000-an, DSN-MUI menetapkan prinsip-prinsip dasar yang mengatur kegiatan investasi dan perdagangan saham agar selaras dengan hukum Islam, termasuk larangan riba, gharar, dan praktik spekulatif yang berlebihan.<sup>8</sup> Fatwa tersebut kemudian menjadi rujukan bagi regulator dan pelaku pasar dalam mengembangkan sistem pasar modal syariah di Indonesia.

<sup>1</sup> N H Posumah, "A Comprehensive Review of Literature on the Dynamics of Islamic Finance: Global Growth and Challenges," *Productivity (New Delhi)*, 2024, <https://doi.org/10.62207/hkzwth75>.

<sup>2</sup> H Sofyan, "The Influence of Fatwa for Sharia Stock Market Mechanism on Indonesia Capital Market Performance Using TSR Methodology," *Perbanas Journal of Islamic Economics and Business*, 2021, <https://joieb.perbanas.id/index.php/Joieb/article/view/5>.

<sup>3</sup> A Irwandi, "Islamic Capital Market Investment in Indonesia," *The Journal of Accounting and Management* 1, no. 1 (2024): 9–12, <https://doi.org/10.70963/jam.v1i1.369>.

<sup>4</sup> Y Batubara, "Analisis Masalah: Pasar Modal Syariah Sebagai Instrumen Investasi Di Indonesia," *Human Falah: Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Islam* 7, no. 2 (2020).

<sup>5</sup> I A Damayanti, "Islamic Investment and Capital Market: Analysis of Developments and Challenges in the Modern Era," *Journal Corner of Education, Linguistics, and Literature*, 2025, <https://doi.org/10.54012/jcell.v5i001.586>.

<sup>6</sup> C K Dewi, D Solihin, and R M Hariyadi, "Jakarta Islamic Index (JII) Paska Pandemi," *Dedikasi: Jurnal Pengabdian Masyarakat*, 2022, <http://ejournal.untag-smd.ac.id/index.php/dedikasi/article/view/6421>.

<sup>7</sup> I B Adeyemi and O F Tekdogan, "Understanding the Screening Criteria for Shariah-Compliant Stocks," *Adam Akademi Sosial Bilimler Dergisi*, 2024, <https://doi.org/10.31679/adamakademi.1415744>.

<sup>8</sup> A Lutfiyah, D P Raharjo, and L Ghozali, "Implementasi Fatwa Dewan Syariah Nasional–Majelis Ulama Indonesia Terhadap Pasar Modal Syariah Di Indonesia," *Jurnal Ilmiah Ekonomi Islam*, 2022, <https://jurnal.stie-aas.ac.id/index.php/jei/article/view/6077>.

Meskipun demikian, keberadaan saham syariah dan mekanisme perdagangannya tidak terlepas dari perdebatan konseptual dalam kajian ekonomi Islam.<sup>9</sup> Pasar saham modern dibangun di atas logika kapital pasar yang menekankan efisiensi, likuiditas, dan mekanisme harga yang ditentukan oleh dinamika permintaan dan penawaran.<sup>10</sup> Sebaliknya, tradisi fiqh muamalah menekankan prinsip keadilan, transparansi, serta larangan terhadap praktik yang mengandung unsur spekulasi berlebihan.<sup>11</sup> Ketegangan antara dua logika tersebut menimbulkan pertanyaan mengenai sejauh mana instrumen pasar saham dapat sepenuhnya selaras dengan prinsip-prinsip syariah.<sup>12</sup>

Dalam konteks tersebut, fatwa DSN-MUI tidak hanya berfungsi sebagai panduan normatif bagi umat Islam, tetapi juga sebagai mekanisme institusional yang memediasi antara norma keagamaan dan praktik ekonomi modern.<sup>13</sup> Beberapa penelitian menunjukkan bahwa fatwa DSN-MUI memainkan peran strategis dalam memberikan legitimasi terhadap praktik pasar modal syariah sekaligus memastikan bahwa mekanisme pasar tetap berada dalam batas-batas yang dianggap sesuai dengan syariat Islam.<sup>14</sup> Namun demikian, terdapat indikasi bahwa interpretasi terhadap prinsip syariah sering kali dipengaruhi oleh kebutuhan praktis pasar, sehingga menimbulkan dinamika antara legitimasi religius dan rasionalitas ekonomi.<sup>15</sup>

Sejumlah studi sebelumnya lebih banyak menyoroti aspek regulasi atau implementasi teknis fatwa dalam pasar modal syariah, sementara analisis yang menempatkan fatwa sebagai konstruksi sosial yang memediasi antara otoritas keagamaan dan rasionalitas pasar masih relatif terbatas.<sup>16</sup> Dengan kata lain, masih terdapat kesenjangan dalam kajian yang secara kritis mengeksplorasi bagaimana fatwa DSN-MUI membangun legitimasi syariah dalam konteks pasar saham modern serta bagaimana rasionalitas pasar mempengaruhi proses interpretasi dan penerapan fatwa tersebut.<sup>17</sup> Oleh karena itu, penelitian ini berupaya mengisi kekosongan tersebut dengan menelaah interaksi antara otoritas keagamaan dan dinamika pasar dalam praktik pasar modal syariah di Indonesia.

Artikel ini bertujuan untuk menganalisis konstruksi legitimasi syariah dalam fatwa DSN-MUI terkait perdagangan saham serta mengkaji interaksi antara norma fiqh muamalah dan rasionalitas pasar dalam praktik pasar modal syariah. Selain itu, penelitian ini juga berupaya mengidentifikasi implikasi fatwa terhadap perkembangan pasar saham syariah di Indonesia. Secara

<sup>9</sup> Z Umar et al., "Syariah Stocks: A Normative Analysis of Islamic Law and Investment Practices in Indonesia," *Kanun* 26, no. 2 (2024): 317–36, <https://doi.org/10.24815/kanun.v26i2.34321>.

<sup>10</sup> S Yudina and K Hoholiuk, "World Stock Market: Current State and Prospects of Development of Stock Exchange," *Ekonomichnij Visnik Dniprovskogo Derzhavnogo Tekhnichnogo Universitetu* 2, no. 5 (2023): 60–66, [https://doi.org/10.31319/2709-2879.2022iss2\(5\).271092pp60-66](https://doi.org/10.31319/2709-2879.2022iss2(5).271092pp60-66).

<sup>11</sup> L Rantaprasaja and D Fachrunisa, "Bisnis Dalam Perspektif Fiqh Muamalah," *Mizanuna* 3, no. 1 (2025): 78–89, <https://doi.org/10.59166/mizanuna.v3i1.312>.

<sup>12</sup> I R Putri, "Sharia Stock Practices and Cases of Stock Speculation in Islamic Finance," *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Indonesia*, 2020, <https://www.neliti.com/publications/563423/sharia-stock-practices-and-cases-of-stock-speculation-in-islamic-finance>.

<sup>13</sup> M I Afrelian and I K Furqon, "Legalitas Dan Otoritas Fatwa Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia Dalam Operasional Lembaga Keuangan Syariah," *Mizan* 6, no. 1 (2019): 1–12, <https://doi.org/10.29300/MZN.V6I1.2195>.

<sup>14</sup> Y Andriansyah, "Analysis of Fatwas by the National Sharia Board–Indonesian Council of Ulama on the Stock Market," *Millah: Journal of Religious Studies*, 2023, <https://journal.uin.ac.id/Millah/article/view/28578>.

<sup>15</sup> Posumah, "A Comprehensive Review of Literature on the Dynamics of Islamic Finance: Global Growth and Challenges."

<sup>16</sup> A Devi and B A Hamid, "Challenges and Obstacles in the Standardization and Harmonization of Fatwa in Islamic Finance Industry and Way Forward," *Ekonomi Islam Indonesia*, 2024, <https://doi.org/10.58968/eii.v6i1.494>.

<sup>17</sup> M Y Ghozali and R Ramadhan, "Implementation of DSN-MUI Fatwa within Indonesia's Islamic Capital Market," in *Proceedings of the International Conference on Islamic Economics*, 2025, <https://conference.trunojoyo.ac.id/pub/aci/article/view/820>.

teoretis, penelitian ini diharapkan dapat memperkaya kajian ekonomi Islam khususnya dalam memahami hubungan antara otoritas keagamaan dan institusi pasar. Secara praktis, hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan rekomendasi bagi regulator pasar modal syariah, pembuat kebijakan, serta pelaku industri dalam mengembangkan sistem pasar modal yang tidak hanya efisien secara ekonomi tetapi juga konsisten dengan prinsip-prinsip syariah.

## B. Metode

Penelitian ini menggunakan jenis penelitian kualitatif dengan pendekatan kritis-normatif dan institusional. Pendekatan kualitatif dipilih karena penelitian ini bertujuan memahami konstruksi makna, legitimasi, dan interpretasi terhadap fatwa yang mengatur praktik pasar modal syariah, bukan untuk menguji hubungan variabel secara statistik. Dalam konteks kajian ekonomi Islam, pendekatan kualitatif memungkinkan peneliti menganalisis interaksi antara norma fiqh muamalah, otoritas keagamaan, serta dinamika institusi pasar modern.<sup>18</sup> Pendekatan kritis digunakan untuk menelaah bagaimana fatwa DSN-MUI membangun legitimasi syariah terhadap praktik perdagangan saham sekaligus merefleksikan rasionalitas ekonomi yang berkembang di pasar modal. Pendekatan institusional juga digunakan untuk memahami peran lembaga seperti DSN-MUI dan Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dalam membentuk tata kelola pasar modal syariah di Indonesia.<sup>19</sup>

Sumber data dalam penelitian ini terdiri dari data primer dan data sekunder. Data primer berupa dokumen resmi fatwa DSN-MUI yang berkaitan dengan pasar modal syariah, seperti fatwa tentang perdagangan saham, akad dalam pasar modal, serta mekanisme transaksi efek syariah. Sementara itu, data sekunder diperoleh dari berbagai dokumen regulasi yang diterbitkan oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK), laporan perkembangan pasar modal syariah Indonesia, serta literatur akademik yang membahas ekonomi Islam, fiqh muamalah, dan tata kelola pasar modal syariah. Teknik pengumpulan data dilakukan melalui studi dokumen (document study) dan kajian literatur terhadap regulasi serta publikasi akademik yang relevan. Metode ini umum digunakan dalam penelitian ekonomi Islam yang berfokus pada analisis teks hukum, regulasi, dan fatwa karena memungkinkan peneliti menelusuri konstruksi normatif dan argumentasi yang melandasi kebijakan atau keputusan keagamaan.<sup>20,21</sup>

Proses analisis data dilakukan melalui analisis isi (*content analysis*) dan analisis wacana kritis (*critical discourse analysis*). Analisis isi digunakan untuk mengidentifikasi tema-tema utama dalam fatwa DSN-MUI, termasuk prinsip syariah yang digunakan, argumentasi fiqh, serta ketentuan yang mengatur praktik perdagangan saham. Selanjutnya, analisis wacana kritis digunakan untuk memahami bagaimana bahasa, konsep, dan argumentasi dalam fatwa tersebut membangun legitimasi syariah terhadap praktik pasar modal modern. Pendekatan ini memungkinkan peneliti menelaah hubungan antara teks fatwa, konteks institusional, serta dinamika kekuasaan dan kepentingan ekonomi yang memengaruhi konstruksi kebijakan syariah.<sup>22,23</sup> Karena penelitian ini

<sup>18</sup> E R Ahmed, M A Islam, and T T Y Alabdullah, "A Qualitative Analysis on the Determinants of Legitimacy of Sukuk," *Journal of Islamic Accounting and Business Research* 10, no. 3 (2019): 342–56, <https://www.emerald.com/jiabr/article/10/3/342/210886>.

<sup>19</sup> M R P Sakti, A Syahid, and M A Tareq, "Shari'ah Issues, Challenges, and Prospects for Islamic Derivatives: A Qualitative Study," *Qualitative Research in Financial Markets* 8, no. 2 (2016): 168–90, <https://doi.org/10.1108/QRFM-06-2015-0024>.

<sup>20</sup> Andriansyah, "Analysis of Fatwas by the National Sharia Board–Indonesian Council of Ulama on the Stock Market."

<sup>21</sup> S R Ahmad, "Regulating Morality and Markets: A Critical Study of Fatwa Issuance Mechanisms in Islamic Economic Practice," *Journal of Banking, Finance and Islamic Studies*, 2025, <https://sukukjournal.org.uk/index.php/sukuk/article/view/63>.

<sup>22</sup> A Ermawati, M N A Birton, and I Tarmizi, "Text Contention Behind Sharia Supervisory Board Reports: A Critical Discourse Analysis," *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan Indonesia*, 2021, <https://scholarhub.ui.ac.id/jaki/vol118/iss2/5>.

bersifat library research berbasis dokumen, penelitian tidak melibatkan subjek atau responden secara langsung sehingga tidak menggunakan teknik sampling. Namun demikian, pemilihan dokumen dilakukan secara purposive, yaitu dengan memilih fatwa, regulasi, dan literatur yang secara langsung berkaitan dengan praktik perdagangan saham syariah di Indonesia. Pendekatan tersebut diharapkan dapat menghasilkan analisis yang mendalam dan temuan yang valid mengenai hubungan antara legitimasi syariah dan rasionalitas pasar dalam perkembangan pasar modal syariah.

### C. Temuan Data dan Diskusi

#### Konstruksi Fatwa DSN-MUI tentang Perdagangan Saham

Hasil analisis terhadap berbagai fatwa DSN-MUI yang berkaitan dengan pasar modal syariah menunjukkan bahwa legitimasi perdagangan saham dibangun melalui kerangka fiqh muamalah klasik yang diadaptasi ke dalam konteks pasar modern. Fatwa DSN-MUI tentang perdagangan efek syariah pada prinsipnya menempatkan saham sebagai bentuk kepemilikan (musyarakah) terhadap suatu perusahaan, sehingga transaksi saham dipandang sah selama perusahaan tidak menjalankan aktivitas yang bertentangan dengan prinsip syariah seperti riba, perjudian, atau bisnis yang haram. Argumentasi fiqh yang digunakan merujuk pada prinsip dasar *mu'amalah yaitu al-ashl fi al-mu'amalat al-ibahah* (pada dasarnya semua transaksi muamalah diperbolehkan selama tidak terdapat dalil yang melarangnya).<sup>24</sup> Prinsip ini memungkinkan ulama untuk melakukan ijtihad terhadap instrumen ekonomi modern seperti saham.

Selain landasan fiqh, konstruksi fatwa juga dibangun melalui argumentasi syariah yang menekankan aspek keadilan, transparansi, dan larangan gharar serta maysir dalam transaksi. Dalam praktiknya, DSN-MUI menetapkan sejumlah ketentuan untuk memastikan bahwa transaksi saham tidak berubah menjadi aktivitas spekulatif yang dilarang dalam Islam. Ketentuan tersebut antara lain larangan praktik short selling, margin trading berbasis bunga, serta transaksi yang mengandung unsur manipulasi harga. Analisis isi terhadap fatwa menunjukkan bahwa legitimasi syariah tidak hanya dibangun melalui dalil tekstual, tetapi juga melalui interpretasi kontekstual terhadap dinamika ekonomi modern.<sup>25</sup>

Salah satu instrumen penting dalam implementasi fatwa tersebut adalah mekanisme penyaringan saham (screening process) yang dilakukan oleh regulator pasar modal syariah. Mekanisme ini mencakup dua tahap utama, yaitu screening sektor usaha dan screening rasio keuangan. Sektor usaha screening memastikan bahwa perusahaan tidak terlibat dalam aktivitas yang bertentangan dengan syariah seperti industri alkohol, perjudian, atau lembaga keuangan berbasis riba. Sementara itu, rasio keuangan menetapkan batas tertentu terhadap tingkat utang berbasis bunga dan pendapatan non-halal dalam struktur keuangan perusahaan.<sup>26</sup> Mekanisme ini kemudian menjadi dasar pembentukan indeks saham syariah seperti Jakarta Islamic Index (JII) dan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) yang berfungsi sebagai referensi bagi investor Muslim.

Aspek Screening	Kriteria Utama
Kegiatan Usaha	Tidak bergerak di sektor haram (alkohol, perjudian, riba)
Rasio Keuangan	Batas maksimum utang berbasis bunga tertentu
Pendapatan Non-halal	Dibatasi dalam proporsi tertentu

<sup>23</sup> D Khelf and Y Khelf, "Discourse Strategies of Emerging Islamic Finance Platforms in Western Countries: A Linguistic and Cultural Analysis," *Electronic Business and Digital Economy Journal*, 2025, <https://asjp.cerist.dz/en/article/282523>.

<sup>24</sup> M T Usmani, *An Introduction to Islamic Finance* (Kluwer Law International, 2015).

<sup>25</sup> Andriansyah, "Analysis of Fatwas by the National Sharia Board–Indonesian Council of Ulama on the Stock Market."

<sup>26</sup> Sakti, Syahid, and Tareq, "Shari'ah Issues, Challenges, and Prospects for Islamic Derivatives: A Qualitative Study."

### Mekanisme Transaksi Larangan short selling dan margin berbasis bunga

Temuan ini menunjukkan bahwa fatwa DSN-MUI tidak hanya bersifat normatif, tetapi juga memiliki dimensi regulatif dan institusional yang memengaruhi struktur pasar modal syariah.

#### Rasionalitas Pasar dalam Struktur Pasar Modal Syariah

Meskipun pasar modal syariah dibangun di atas prinsip-prinsip religius, struktur operasionalnya tetap mengikuti rasionalitas pasar modern yang menekankan efisiensi, likuiditas, dan profitabilitas. Hasil penelitian menunjukkan bahwa investor di pasar saham syariah tidak semata-mata didorong oleh motivasi religius, tetapi juga oleh pertimbangan ekonomi seperti tingkat pengembalian investasi dan diversifikasi portofolio. Hal ini menunjukkan bahwa pasar modal syariah beroperasi dalam kerangka kapitalisme finansial global, meskipun dengan beberapa modifikasi normatif.<sup>27</sup>

Data laporan pasar modal syariah Indonesia menunjukkan peningkatan signifikan jumlah saham syariah serta kapitalisasi pasar dalam beberapa tahun terakhir. Pertumbuhan ini mencerminkan semakin besarnya partisipasi investor yang memanfaatkan instrumen syariah sebagai alternatif investasi. Namun demikian, dinamika pasar tetap ditentukan oleh mekanisme permintaan dan penawaran, sentimen investor, serta kondisi ekonomi makro yang memengaruhi harga saham.<sup>28</sup> Dengan demikian, rasionalitas pasar tetap menjadi faktor dominan dalam menentukan perilaku investor di pasar modal syariah.

Dalam perspektif ekonomi politik, kondisi tersebut menunjukkan adanya integrasi antara prinsip syariah dan logika kapital pasar. Pasar saham syariah tidak sepenuhnya terpisah dari sistem keuangan konvensional, melainkan beroperasi sebagai subsistem yang mengadopsi sebagian besar mekanisme pasar modern dengan penyesuaian normatif tertentu. Temuan ini sejalan dengan penelitian sebelumnya yang menunjukkan bahwa perkembangan keuangan syariah sering kali melibatkan proses adaptasi terhadap institusi keuangan global.<sup>29</sup>

#### Dialektika Legitimasi Syariah dan Rasionalitas Pasar

Hasil penelitian menunjukkan bahwa hubungan antara legitimasi syariah dan rasionalitas pasar tidak bersifat antagonistik, melainkan membentuk proses dialektika yang menghasilkan kompromi institusional. Dalam konteks ini, fatwa DSN-MUI berfungsi sebagai mekanisme yang menjembatani kebutuhan pasar dengan prinsip-prinsip syariah. Fatwa tidak hanya memberikan legitimasi religius terhadap praktik pasar saham, tetapi juga berperan dalam mengadaptasi norma fiqh agar tetap relevan dengan perkembangan sistem keuangan modern.<sup>30</sup>

Proses kompromi tersebut terlihat dalam beberapa aspek regulasi, seperti penetapan batas toleransi terhadap pendapatan nonhalal dalam struktur keuangan perusahaan. Dalam fiqh klasik, keterlibatan dalam aktivitas yang mengandung unsur haram biasanya dipandang secara absolut. Namun dalam konteks pasar modal modern, fatwa DSN-MUI mengadopsi pendekatan threshold-based screening, yaitu dengan menetapkan batas maksimal tertentu yang masih dianggap dapat ditoleransi.<sup>31</sup> Pendekatan ini mencerminkan upaya untuk menyeimbangkan idealitas norma syariah dengan realitas struktur ekonomi kontemporer.

Peran fatwa dalam proses institusionalisasi pasar saham syariah juga terlihat dalam pembentukan berbagai instrumen dan indeks pasar modal syariah. Dengan adanya fatwa sebagai

<sup>27</sup> M U Chapra, *The Future of Economics: An Islamic Perspective* (Islamic Foundation, 2016).

<sup>28</sup> M K Hassan and S Aliyu, "A Contemporary Survey of Islamic Banking Literature," *Journal of Financial Stability* 34 (2018): 12–43, <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2017.11.006>.

<sup>29</sup> M A El-Gamal, *Islamic Finance: Law, Economics, and Practice* (Cambridge University Press, 2006).

<sup>30</sup> H Ahmed, *Product Development in Islamic Banks* (Edinburgh University Press, 2011).

<sup>31</sup> Sakti, Syahid, and Tareq, "Shari'ah Issues, Challenges, and Prospects for Islamic Derivatives: A Qualitative Study."

dasar legitimasi, regulator dapat mengembangkan sistem pasar yang sesuai dengan prinsip syariah sekaligus tetap kompatibel dengan mekanisme pasar global. Oleh karena itu, fatwa DSN-MUI tidak hanya berfungsi sebagai norma keagamaan, tetapi juga sebagai instrumen governance dalam sistem keuangan syariah.

### **Kritik terhadap Fatwa dan Implementasinya**

Meskipun fatwa DSN-MUI memainkan peran penting dalam perkembangan pasar modal syariah, penelitian ini juga menemukan sejumlah kritik terhadap konstruksi dan implementasinya. Salah satu kritik utama adalah potensi reduksi terhadap prinsip-prinsip syariah akibat kebutuhan untuk menyesuaikan diri dengan sistem pasar modern. Beberapa akademisi berpendapat bahwa mekanisme skrining yang menggunakan batas toleransi terhadap unsur non-halal dapat mengaburkan batas antara praktik keuangan syariah dan konvensional.<sup>32</sup>

Selain itu, terdapat kekhawatiran bahwa sebagian aktivitas perdagangan saham di pasar syariah masih mengandung unsur spekulasi yang bertentangan dengan prinsip dasar fiqh muamalah. Fluktuasi harga saham yang cepat serta dominasi transaksi jangka pendek sering kali mendorong perilaku spekulatif di kalangan investor. Kondisi ini menimbulkan tantangan bagi regulator dan otoritas syariah dalam menjaga integritas pasar modal syariah agar tetap konsisten dengan nilai-nilai etika Islam.<sup>33</sup>

Temuan penelitian ini juga menunjukkan adanya keterbatasan dalam implementasi fatwa, terutama dalam pengawasan terhadap praktik pasar yang kompleks dan dinamis. Oleh karena itu, penguatan mekanisme pengawasan serta peningkatan literasi keuangan syariah di kalangan investor menjadi langkah penting untuk memastikan bahwa perkembangan pasar modal syariah tidak hanya bersifat simbolik, tetapi juga substantif. Penelitian selanjutnya dapat memperluas analisis dengan menggunakan pendekatan empiris terhadap perilaku investor serta dampak fatwa terhadap kinerja pasar saham syariah.

Secara keseluruhan, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pasar modal syariah di Indonesia berkembang melalui proses negosiasi antara norma keagamaan dan rasionalitas ekonomi modern. Fatwa DSN-MUI memainkan peran strategis dalam proses tersebut dengan memberikan legitimasi religius sekaligus membentuk kerangka institusional bagi perkembangan pasar saham syariah. Namun demikian, keberhasilan sistem ini sangat bergantung pada kemampuan regulator dan otoritas syariah dalam menjaga keseimbangan antara integritas prinsip syariah dan tuntutan efisiensi pasar.

### **D. Kesimpulan**

Penelitian ini menunjukkan bahwa legitimasi syariah dalam pasar modal tidak hanya berfungsi sebagai justifikasi normatif terhadap praktik investasi, tetapi juga berperan sebagai mekanisme yang menjembatani nilai-nilai keagamaan dengan rasionalitas ekonomi pasar. Berdasarkan analisis data kualitatif, ditemukan bahwa fatwa dan regulasi syariah, seperti yang dikeluarkan oleh Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI), memberikan kerangka normatif yang memungkinkan aktivitas investasi saham dipahami sebagai praktik yang sah secara religius sekaligus rasional secara ekonomi. Dengan demikian, legitimasi syariah tidak sekadar membatasi praktik pasar, tetapi juga membentuk kepercayaan, persepsi keamanan, serta orientasi etis investor dalam mengambil keputusan ekonomi.

<sup>32</sup> El-Gamal, *Islamic Finance: Law, Economics, and Practice*.

<sup>33</sup> Hassan and Aliyu, "A Contemporary Survey of Islamic Banking Literature."

Temuan ini memperkaya diskursus teori legitimasi dan ekonomi Islam dengan menunjukkan bahwa hubungan antara agama dan pasar bersifat dialektis, di mana norma religius beradaptasi dengan logika pasar modern tanpa sepenuhnya kehilangan prinsip etisnya. Secara sosial dan kultural, hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa integrasi nilai syariah dalam pasar modal dapat memperkuat partisipasi ekonomi masyarakat Muslim sekaligus meningkatkan kepercayaan terhadap institusi keuangan syariah. Dalam konteks akademik, penelitian ini memberikan kontribusi terhadap kajian interdisipliner antara ekonomi, hukum Islam, dan studi agama dengan menyoroti bagaimana otoritas keagamaan berperan dalam membentuk praktik ekonomi kontemporer.

Namun demikian, penelitian ini memiliki keterbatasan pada ruang lingkup data dan konteks analisis yang masih terfokus pada dinamika tertentu dalam pasar modal syariah, sehingga penelitian selanjutnya berpeluang untuk mengeksplorasi perspektif aktor pasar yang lebih beragam, melakukan perbandingan lintas negara, atau mengkaji dinamika legitimasi syariah dalam perkembangan instrumen keuangan syariah yang lebih kompleks di masa mendatang.

### E. Daftar Kepustakaan

- Adeyemi, I B, and O F Tekdogan. "Understanding the Screening Criteria for Shariah-Compliant Stocks." *Adam Akademi Sosial Bilimler Dergisi*, 2024. <https://doi.org/10.31679/adamakademi.1415744>.
- Afrelan, M I, and I K Furqon. "Legalitas Dan Otoritas Fatwa Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia Dalam Operasional Lembaga Keuangan Syariah." *Mizan* 6, no. 1 (2019): 1–12. <https://doi.org/10.29300/MZN.V6I1.2195>.
- Ahmad, S R. "Regulating Morality and Markets: A Critical Study of Fatwa Issuance Mechanisms in Islamic Economic Practice." *Journal of Banking, Finance and Islamic Studies*, 2025. <https://sukukjournal.org.uk/index.php/sukuk/article/view/63>.
- Ahmed, E R, M A Islam, and T T Y Alabdullah. "A Qualitative Analysis on the Determinants of Legitimacy of Sukuk." *Journal of Islamic Accounting and Business Research* 10, no. 3 (2019): 342–56. <https://www.emerald.com/jiabr/article/10/3/342/210886>.
- Ahmed, H. *Product Development in Islamic Banks*. Edinburgh University Press, 2011.
- Andriansyah, Y. "Analysis of Fatwas by the National Sharia Board–Indonesian Council of Ulama on the Stock Market." *Millah: Journal of Religious Studies*, 2023. <https://journal.uui.ac.id/Millah/article/view/28578>.
- Batubara, Y. "Analisis Masalah: Pasar Modal Syariah Sebagai Instrumen Investasi Di Indonesia." *Human Falah: Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Islam* 7, no. 2 (2020).
- Chapra, M U. *The Future of Economics: An Islamic Perspective*. Islamic Foundation, 2016.
- Damayanti, I A. "Islamic Investment and Capital Market: Analysis of Developments and Challenges in the Modern Era." *Journal Corner of Education, Linguistics, and Literature*, 2025. <https://doi.org/10.54012/jcell.v5i001.586>.
- Devi, A, and B A Hamid. "Challenges and Obstacles in the Standardization and Harmonization of Fatwa in Islamic Finance Industry and Way Forward." *Ekonomi Islam Indonesia*, 2024. <https://doi.org/10.58968/eii.v6i1.494>.
- Dewi, C K, D Solihin, and R M Hariyadi. "Jakarta Islamic Index (JII) Paska Pandemi." *Dedikasi: Jurnal Pengabdian Masyarakat*, 2022. <http://ejurnal.untag-smd.ac.id/index.php/dedikasi/article/view/6421>.
- El-Gamal, M A. *Islamic Finance: Law, Economics, and Practice*. Cambridge University Press, 2006.
- Ermawati, A, M N A Birton, and I Tarmizi. "Text Contention Behind Sharia Supervisory Board Reports: A Critical Discourse Analysis." *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan Indonesia*, 2021. <https://scholarhub.ui.ac.id/jaki/vol18/iss2/5>.
- Ghozali, M Y, and R Ramadhan. "Implementation of DSN-MUI Fatwa within Indonesia's Islamic Capital Market." In *Proceedings of the International Conference on Islamic Economics*, 2025.

- <https://conference.trunojoyo.ac.id/pub/aciel/article/view/820>.
- Hassan, M K, and S Aliyu. "A Contemporary Survey of Islamic Banking Literature." *Journal of Financial Stability* 34 (2018): 12–43. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2017.11.006>.
- Irwandi, A. "Islamic Capital Market Investment in Indonesia." *The Journal of Accounting and Management* 1, no. 1 (2024): 9–12. <https://doi.org/10.70963/jam.v1i1.369>.
- Khelf, D, and Y Khelf. "Discourse Strategies of Emerging Islamic Finance Platforms in Western Countries: A Linguistic and Cultural Analysis." *Electronic Business and Digital Economy Journal*, 2025. <https://asjp.cerist.dz/en/article/282523>.
- Lutfiyah, A, D P Raharjo, and L Ghozali. "Implementasi Fatwa Dewan Syariah Nasional–Majelis Ulama Indonesia Terhadap Pasar Modal Syariah Di Indonesia." *Jurnal Ilmiah Ekonomi Islam*, 2022. <https://jurnal.stie-aas.ac.id/index.php/jei/article/view/6077>.
- Posumah, N H. "A Comprehensive Review of Literature on the Dynamics of Islamic Finance: Global Growth and Challenges." *Productivity (New Delhi)*, 2024. <https://doi.org/10.62207/hkzwth75>.
- Putri, I R. "Sharia Stock Practices and Cases of Stock Speculation in Islamic Finance." *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Indonesia*, 2020. <https://www.neliti.com/publications/563423/sharia-stock-practices-and-cases-of-stock-speculation-in-islamic-finance>.
- Rantaprasaja, L, and D Fachrunisa. "Bisnis Dalam Perspektif Fiqh Muamalah." *Mizanuna* 3, no. 1 (2025): 78–89. <https://doi.org/10.59166/mizanuna.v3i1.312>.
- Sakti, M R P, A Syahid, and M A Tareq. "Shari'ah Issues, Challenges, and Prospects for Islamic Derivatives: A Qualitative Study." *Qualitative Research in Financial Markets* 8, no. 2 (2016): 168–90. <https://doi.org/10.1108/QRFM-06-2015-0024>.
- Sofyan, H. "The Influence of Fatwa for Sharia Stock Market Mechanism on Indonesia Capital Market Performance Using TSR Methodology." *Perbanas Journal of Islamic Economics and Business*, 2021. <https://joieb.perbanas.id/index.php/Joieb/article/view/5>.
- Umar, Z, P M Seruni, M F Falah, and Y Krismen. "Syariah Stocks: A Normative Analysis of Islamic Law and Investment Practices in Indonesia." *Kanun* 26, no. 2 (2024): 317–36. <https://doi.org/10.24815/kanun.v26i2.34321>.
- Usmani, M T. *An Introduction to Islamic Finance*. Kluwer Law International, 2015.
- Yudina, S, and K Hoholiuk. "World Stock Market: Current State and Prospects of Development of Stock Exchange." *Ekonomichnij Visnik Dniprovskogo Derzhavnogo Tekhnichnogo Universitetu* 2, no. 5 (2023): 60–66. [https://doi.org/10.31319/2709-2879.2022iss2\(5\).271092pp60-66](https://doi.org/10.31319/2709-2879.2022iss2(5).271092pp60-66).