

**ANALISIS YURIDIS PENERAPAN BATAS AUTO REJECTION
BAWAH (ARB) 15% PADA SAHAM SYARIAH PERSPEKTIF
HIMAYAH AL-MUSTAHLIK DALAM FATWA
DSN-MUI NOMOR 80/DSN-MUI/III/2011**

SKRIPSI

Oleh:

MUHAMMAD NAUFAL MAULANA

19220125



**PROGRAM STUDI HUKUM EKONOMI SYARIAH
FAKULTAS SYARIAH
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI MAUALANA MALIK IBRAHIM
MALANG
2026**

**ANALISIS YURIDIS PENERAPAN BATAS REJECTION
BAWAH (ARB) 15% PADA SAHAM SYARIAH PERSPEKTIF
HIMAYAH AL-MUSTAHLIK DALAM FATWA
DSN-MUI NOMOR 80/DSN-MUI/III/2011**

Skripsi

Diajukan Untuk Memenuhi Salah Satu Syarat Memperoleh Gelar Sarjana Strata
Satu Hukum (S.H.) dalam Program Ekonomi Syariah

Oleh:

Muhammad Naufal Maulana

NIM 19220125



**PROGRAM STUDI HUKUM EKONOMI SYARIAH
FAKULTAS SYARIAH
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI MAULANA MALIK IBRAHIM
MALANG**

2026

PERNYATAAN KEASLIAN SKRIPSI

Demi Allah,

Dengan kesadaran dan rasa tanggung jawab terhadap pengembangan keilmuan,

Penulis menyatakan bahwa skripsi dengan judul:

**ANALISIS YURIDIS PENERAPAN BATAS AUTO REJECTION BAWAH
(ARB) 15% PADA SAHAM SYARIAH PERSPEKTIF *HIMAYAH AL-
MUSTAHLIK* DALAM FATWA DSN-MUI NOMOR 80/DSN-MUI/III/2011**

Benar-benar merupakan skripsi yang disusun sendiri berdasarkan kaidah penulisan karya ilmiah yang dapat dipertanggungjawabkan. Jika dikemudian hari laporan penelitian skripsi ini merupakan hasil plagiasi karya orang lain sebagian maupun keseluruhan, maka skripsi sebagai prasyarat mendapat predikat gelar sarjana dinyatakan batal demi hukum.

Malang, 11 Juni 2026

Penulis,



Muhammad Naufal Maulana
NIM 19220125

HALAMAN PERSETUJUAN

Setelah membaca dan mengoreksi skripsi saudara Muhammad Naufal Maulana NIM 19220125 program studi Hukum Ekonomi Syariah Fakultas Syariah Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim Malang dengan judul:

ANALISIS YURIDIS PENERAPAN BATAS AUTO REJECTION BAWAH (ARB) 15% PADA SAHAM SYARIAH PERSPEKTIF *HIMAYAH AL-MUSTAHLIK* DALAM FATWA DSN-MUI NOMOR 80/DSN-MUI/III/2011

Maka pembimbing menyatakan bahwa skripsi tersebut telah memenuhi syarat-syarat ilmiah untuk diajukan dan diuji oleh Majelis Dewan Penguji.

Mengetahui,

Ketua Program Studi
Hukum Ekonomi Syariah

Malang, 11 Juni 2026
Dosen Pembimbing



Dwi Hidayatul Firdaus, M.Si.
NIP. 198212252015031002



Dwi Hidayatul Firdaus, M.Si.
NIP. 198212252015031002



KEMENTERIAN AGAMA REPUBLIK INDONESIA
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI MAULANA MALIK IBRAHIM MALANG
FAKULTAS SYARIAH

Jalan Gajayana 50 Malang 65144, Telepon (0341) 559399, Faksimile (0341) 559399
Website: <http://syariah.uin-malang.ac.id> Email: syariah@uin-malang.ac.id

BUKTI KONSULTASI

Nama : Muhammad Naufal Maulana
NIM : 19220125
Program Studi : Hukum Ekonomi Syariah
Dosen Pembimbing : Dwi Hidayatul Firdaus, M.Si.
Judul Skripsi : Analisis Yuridis Penerapan Batas Auto Rejection
Bawah (ARB) 15% Pada Saham Syariah Perspektif *Himayah Al-Mustahlik*
Dalam Fatwa DSN-MUI Nomor 80/DSN-MUI/III/2011

No	Tanggal	Materi Konsultasi	Paraf
1	31 Maret 2026	Pengumuman Judul	
2	06 April 2026	Revisi Judul & Permasalahn	
3	09 April 2026	Revisi Penelitian Terdahulu & Reverensi	
4	13 April 2026	Revisi Penyusunan Proposal	
5	14 April 2026	Persetujuan Sempro	
6	24 April 2026	Pelaksanaan Sempro	
7	27 April 2026	Konsultasi Hasil Sempro	
8	20 Mei 2026	Konsultasi Bab III Hasil Penelitian	
9	20 Mei 2026	Bimbingan Bab IV & Abstrak	
10	20 Mei 2026	ACC Skripsi	

Malang, 11 Juni 2026
Mengetahui
Ketua Program Studi
Hukum Hukum Ekonomi Syariah

Dwi Hidayatul Firdaus, M.Si.
NIP. 198212252015031002

KETERANGAN PENGESAHAN SKRIPSI

Dewan penguji skripsi saudara Muhammad Naufal Maulana NIM 19220125, mahasiswa Program Studi Hukum Ekonomi Syariah, Fakultas Syariah, Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim Malang, dengan judul:


ANALISIS YURIDIS PENERAPAN BATAS AUTO REJECTION BAWAH (ARB) 15% PADA SAHAM SYARIAH PERSPEKTIF HIMAYAH AL-MUSTAHLIK DALAM FATWA DSN-MUI NOMOR 80/DSN-MUI/III/2011

Telah dinyatakan Lulus:
Dengan penguji:

1. Dwi Hidayatul Firdaus, M.Si.
NIP. 198212252015031002


Sekretaris

2. Akbmad Farroh Hasan, S.HI., M.SI.
NIP. 19860529201608011019


Ketua

3. Prof. Dr. Abbas Arfan, Lc., M.H..
NIP. 197212122006041004


Penguji Utama

Malang, 11 Juni 2026
Dekan,



Prof. Dr. Hj. Umi Sumbulah, M.Ag.
NIP. 197108261998032002

MOTTO

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ مِنْكُمْ وَلَا تَقْتُلُوا أَنْفُسَكُمْ إِنَّ اللَّهَ كَانَ بِكُمْ رَحِيمًا

Artinya:

“Wahai orang-orang yang beriman, janganlah kamu memakan harta sesamamu dengan cara yang batil (tidak benar), kecuali berupa perniagaan atas dasar suka sama suka di antara kamu. Janganlah kamu membunuh dirimu. Sesungguhnya Allah adalah Maha Penyayang kepadamu.”

(QS. An-Nisa’ ayat 29)

KATA PENGANTAR

Alhamdulillah rabbil ‘ālamīn, segala puji dan syukur penulis panjatkan kehadirat Allah SWT atas limpahan rahmat, taufik, serta hidayah-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul: *“ANALISIS YURIDIS PENERAPAN BATAS AUTO REJECTION BAWAH (ARB) 15% PADA SAHAM SYARIAH PERSPEKTIF HIMAYAH AL-MUSTAHLIK DALAM FATWA DSN-MUI NOMOR 80/DSN-MUI/III/2011* dengan baik dan lancar. Shalawat serta salam semoga senantiasa tercurah kepada junjungan Nabi Besar Muhammad SAW yang telah membawa umat manusia dari zaman kegelapan menuju zaman yang penuh ilmu pengetahuan dan nilai-nilai keislaman seperti saat ini. Semoga kita semua termasuk golongan umat beliau yang memperoleh syafaat di yaumul akhir nanti. Amin ya rabbal ‘alamin..

Dengan segala bentuk pengajaran, arahan, bimbingan, serta bantuan yang telah diberikan selama proses penyusunan skripsi ini, maka dengan penuh rasa hormat dan kerendahan hati penulis menyampaikan ucapan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada:

1. Prof. Dr. Hj. Ilfi Nur Diana, M.Si, selaku Rektor Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim Malang.
2. Prof. Dr. Hj. Umi Sumbulah, M.Ag selaku dekan Fakultas Syariah Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim Malang.
3. Dwi Hidayatul Firdaus, M.Si. selaku Ketua Prodi Hukum Ekonomi Syariah, Fakultas Syariah, Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim Malang.

4. Dwi Hidayatul Firdaus, M.Si. sebagai dosen pembimbing skripsi penulis.
5. Dewan Penguji Skripsi
6. Segenap dosen dan civitas akademika Program Studi Hukum Ekonomi Syariah khususnya dan dosen Fakultas Syari'ah Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim Malang baik tenaga pendidik maupun tenaga kependidikan.
7. Kedua orang tua hamba
8. Saudara - saudara hamba.

Penulis menyadari bahwa penyusunan skripsi ini tidak terlepas dari bantuan, dukungan, arahan, serta doa dari berbagai pihak. Oleh karena itu, dengan segala kerendahan hati penulis menyampaikan ucapan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada seluruh pihak yang telah memberikan bimbingan dan motivasi selama proses penyusunan skripsi ini. Penulis juga menyadari bahwa skripsi ini masih memiliki kekurangan, sehingga kritik dan saran yang membangun sangat diharapkan demi perbaikan di masa mendatang. Akhir kata, penulis berharap semoga skripsi ini dapat memberikan manfaat serta menambah wawasan bagi pembaca, khususnya dalam bidang hukum pasar modal dan ekonomi syariah..

Malang, 20 Mei 2026
Penulis,



Muhammad Naufal Maulana
NIM. 19220125

PEDOMAN TRANSLITERASI

Dalam penulisan karya ilmiah, penggunaan istilah asing kerap tidak terhindarkan. Secara umum sesuai Pedoman Umum Ejaan Bahasa Indonesia kata asing ditulis (dicetak) miring. Dalam konteks Bahasa Arab, terdapat pedoman transliterasi khusus yang berlaku internasional. Berikut ini disajikan tabel pedoman transliterasi sebagai acuan penulisan karya ilmiah.

Transliterasi Arab-Indonesia Fakultas Syariah UIN Maulana Malik Ibrahim Malang adalah berpedoman pada model Library of Congress (LC) Amerika Serikat sebagai berikut:

Arab	Indonesia	Arab	Indonesia
أ	`	ط	t
ب	b	ظ	z
ت	t	ع	'
ث	th	غ	gh
ج	j	ف	f
ح	h	ق	q
خ	kh	ك	k
د	d	ل	l
ذ	dh	م	m
ر	r	ن	n
ز	z	و	w
س	s	ه	h
ش	sh	ء	'
ص	s	ي	y
ض	d		

Untuk menunjukkan bunyi hidup panjang (madd), maka caranya dengan menuliskan coretan horisontal di atas huruf, seperti ā, ī dan ū. (أ, ي, و). Bunyi hidup double Arab ditransliterasikan dengan menggabung dua huruf “ay” dan “aw” seperti layyinah, lawwāmah. Kata yang berakhiran tā' marbūṭah dan berfungsi sebagai sifat atau muḍaf ilayh ditransliterasikan dengan “ah”, sedangkan yang berfungsi sebagai muḍaf ditransliterasikan dengan “at”

ABSTRAK

Muhammad Naufal Maulana, 19220125, 2026, *Analisis Yuridis Penerapan Batas Auto Rejection Bawah (Arb) 15% Pada Saham Syariah Perspektif Himayah Al-Mustahlik Dalam Fatwa DSN-MUI Nomor 80/DSN-MUI/III/2011*, Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim Malang, Pembimbing, Dwi Hidayatul Firdaus, M.Si.

Kata Kunci: Auto Rejection Bawah, ARB 15%, saham syariah, himayah al-mustahlik, Fatwa DSN-MUI Nomor 80/DSN-MUI/III/2011.

Penelitian ini dilatarbelakangi oleh penerapan kebijakan Auto Rejection Bawah (ARB) sebesar 15% dalam perdagangan saham di Bursa Efek Indonesia berdasarkan Keputusan Direksi BEI Nomor Kep-00003/BEI/04-2025. Kebijakan tersebut bertujuan menjaga stabilitas pasar dan melindungi investor dari penurunan harga saham yang terlalu drastis. Namun, dalam praktiknya penerapan ARB juga menimbulkan persoalan terkait likuiditas saham dan kebebasan investor dalam melakukan transaksi, khususnya pada saham syariah. Oleh karena itu, penelitian ini bertujuan untuk menganalisis latar belakang penetapan ARB 15% serta menelaah kesesuaiannya dengan prinsip himayah al-mustahlik dalam Fatwa DSN-MUI Nomor 80/DSN-MUI/III/2011.

Jenis penelitian yang digunakan adalah penelitian yuridis normatif dengan pendekatan perundang-undangan (statute approach) dan pendekatan konseptual (conceptual approach). Bahan hukum yang digunakan terdiri atas bahan hukum primer, sekunder, dan tersier yang diperoleh melalui studi kepustakaan dan studi dokumen. Analisis dilakukan secara yuridis kualitatif dengan menafsirkan norma hukum positif serta prinsip-prinsip hukum ekonomi syariah yang berkaitan dengan perdagangan saham syariah.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa kebijakan ARB 15% memiliki dasar hukum yang kuat dalam sistem pasar modal Indonesia dan berfungsi sebagai instrumen perlindungan investor serta stabilisasi pasar untuk mengurangi volatilitas dan kepanikan pasar. Dalam perspektif himayah al-mustahlik dan Fatwa DSN-MUI Nomor 80/DSN-MUI/III/2011, kebijakan ARB pada dasarnya sejalan dengan prinsip syariah karena bertujuan menjaga kemaslahatan, melindungi harta investor, serta mencegah kerugian yang lebih besar. Namun demikian, penerapannya harus dilakukan secara proporsional, transparan, dan tidak menghambat mekanisme pembentukan harga yang adil berdasarkan permintaan dan penawaran agar tetap sesuai dengan prinsip keadilan dan kebebasan transaksi dalam pasar modal syariah..

ABSTRACT

Muhammad Naufal Maulana, 19220125, 2026, *Legal Analysis of the Application of the Lower Auto Rejection Limit (ARB) of 15% on Sharia Shares from the Perspective of Himayah Al-Mustahlik in the DSN-MUI Fatwa Number 80/DSN-MUI/III/2011*, Maulana Malik Ibrahim State Islamic University of Malang, Supervisor Dwi Hidayatul Firdaus, M.Si.

Keywords: Auto Rejection Below, 15% ARB, sharia stocks, himayah al-mustahlik, DSN-MUI Fatwa Number 80/DSN-MUI/III/2011.

This research is motivated by the implementation of the 15% Auto Rejection Below (ARB) policy in stock trading on the Indonesia Stock Exchange based on IDX Board of Directors Decree Number Kep-00003/BEI/04-2025. The policy aims to maintain market stability and protect investors from drastic stock price declines. However, in practice, the implementation of ARB also raises issues related to stock liquidity and investors' freedom in conducting transactions, particularly in sharia stocks. Therefore, this study aims to analyze the background of the determination of the 15% ARB and examine its conformity with the principle of *ḥimāyah al-mustahlik* in DSN-MUI Fatwa Number 80/DSN-MUI/III/2011.

The type of research used is normative juridical research with a statutory approach and a conceptual approach. The legal materials used consist of primary, secondary, and tertiary legal materials obtained through library research and document studies. The analysis was conducted using qualitative juridical methods by interpreting positive legal norms and the principles of Islamic economic law related to sharia stock trading.

The results of the study indicate that the 15% ARB policy has a strong legal basis within the Indonesian capital market system and functions as an instrument of investor protection and market stabilization to reduce volatility and market panic. From the perspective of *ḥimāyah al-mustahlik* and DSN-MUI Fatwa Number 80/DSN-MUI/III/2011, the ARB policy is basically in line with sharia principles because it aims to maintain public benefit (*maṣlaḥah*), protect investors' assets, and prevent greater losses. Nevertheless, its implementation must be carried out proportionally, transparently, and without obstructing a fair price formation mechanism based on supply and demand in order to remain consistent with the principles of justice and freedom of transaction in the sharia capital market.

مستخلص البحث

محمد نوفل مولانا، ١٩٢٢٠١٢٥، ٢٠٢٦، التحليل القانوني لتطبيق حد الرفض التلقائي الأدنى بنسبة ١٥٪ على الأسهم الشرعية من منظور حماية المستهلك (في فتوى مجلس الشريعة الوطنية – مجلس العلماء الإندونيسي رقم DSN-MUI/III/٨٠، جامعة مولانا مالك إبراهيم الإسلامية الحكومية مالانج، المشرف دوي هداية الفردوس، ماجستير في العلوم.ر.

الكلمات المفتاحية: الرفض التلقائي الأدنى، ١٥٪ ARB، الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، حماية المستهلك، فتوى المجلس الاستشاري الشرعي الوطني-مجلس العلماء الإندونيسي رقم DSN-III/٨٠/٢٠١١/MUI/III.

تأتي هذه الدراسة خلفياً لتطبيق سياسة الرفض التلقائي الأدنى (ARB) بنسبة ١٥٪ في تداول الأسهم بورصة إندونيسيا بناءً على قرار مجلس الإدارة رقم Kep-٠٠٠٣/BEI/٠٤-٢٠٢٥. تهدف هذه السياسة إلى الحفاظ على استقرار السوق وحماية المستثمرين من الهبوط الحاد في أسعار الأسهم. ومع ذلك، فإن تطبيقها في الممارسة العملية يثير أيضاً مشكلات تتعلق بسيولة الأسهم وحرية المستثمرين في إجراء المعاملات، لا سيما في الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية. بناءً على ذلك، تهدف هذه الدراسة إلى تحليل خلفية تحديد نسبة الرفض التلقائي الأدنى بـ ١٥٪ ومراجعة مدى توافقها مع مبدأ حماية المستهلك في فتوى المجلس الاستشاري الشرعي الوطني رقم DSN-III/٨٠/٢٠١١/MUI/III.

نوع البحث المستخدم هو البحث القانوني المعياري (النموذجي) مع الاعتماد على المنهج التشريعي والمنهج المفاهيمي. وتتكون المادة القانونية المستخدمة من مواد قانونية أولية، وثانوية، وثالثية تم الحصول عليها من خلال الدراسة المكتبية ودراسة الوثائق. وتم إجراء التحليل القانوني الكيفي من خلال تفسير القواعد القانونية الوضعية ومبادئ فقه الاقتصاد الإسلامي المتعلقة بتداول الأسهم الشرعية.

أظهرت نتائج الدراسة أن سياسة الرفض التلقائي الأدنى بنسبة ١٥٪ تستند إلى أساس قانوني قوي في نظام سوق رأس المال الإندونيسي، وتعمل كأداة لحماية المستثمرين واستقرار السوق للحد من تقلبات السوق وحالة الدعر فيه. ومن منظور حماية المستهلك وفتوى المجلس الاستشاري الشرعي الوطني رقم DSN-MUI/III/٨٠/٢٠١١، فإن سياسة الرفض التلقائي الأدنى تتماشى في الأصل مع مبادئ الشريعة الإسلامية لأنها تهدف إلى رعاية المصلحة، وحماية أموال المستثمرين، ومنع وقوع خسائر أكبر. ومع ذلك، يجب أن يكون تطبيقها متناسباً، وشفافاً، وألا يعيق آلية تشكيل الأسعار العادلة القائمة على العرض والطلب لتبقى متوافقة مع .

DAFTAR ISI

HALAMAN DEPAN SKRIPSI	i
KEGUNAAN SKRIPSI	ii
PERNYATAAN KEASLIAN SKRIPSI	iii
HALAMAN PERSETUJUAN	iv
BUKTI KONSULTASI	v
KETERANGAN PENGESAHAN SKRIPSI	vi
MOTTO	vii
KATA PENGANTAR	viii
PEDOMAN TRANSLITERASI	x
ABSTRAK	xi
ABSTRACT	xii
مستخلص البحث	xiii
DAFTAR ISI	xiv
BAB I PENDAHULUAN	1
A. Latar Belakang.....	1
B. Batasan Masalah.....	8
C. Rumusan Masalah.....	8
D. Tujuan Penelitian.....	8
E. Manfaat Penelitian.....	9
F. Definisi Konseptual.....	10
1. Auto Rejection Bawah (ARB).....	11
2. Saham Syariah.....	11
3. <i>Himayah al-Mustahlik</i>	12
4. Bursa Efek Indonesia (BEI).....	12
G. Metode Penelitian.....	13
1. Jenis Penelitian.....	13
2. Pendekatan Penelitian.....	13
3. Bahan Hukum.....	14
4. Teknik Pengumpulan Bahan Hukum.....	15
5. Analisis Bahan Hukum.....	16
H. Sistematika Penulisan.....	16

BAB II KERANGKA TEORI	19
A. Penelitian Terdahulu.....	19
B. Tinjauan Pustaka.....	24
1. Teori Pasar Modal dan Saham Syariah.....	24
2. Auto Rejection Bawah (ARB).....	27
3. Fatwa Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI).....	30
BAB III HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN	34
A. Latar Belakang Penetapan Ketentuan Auto Rejection Bawah (ARB) 15% dalam Keputusan Direksi Bursa Efek Indonesia Nomor Kep-00003/BEI/04-2025	34
1. Kedudukan Auto Rejection Bawah (ARB) dalam Sistem Perdagangan Saham di Indonesia.....	35
2. Aspek Filosofis dan Yuridis Perihal Penetapan ARB 15%	43
B. Analisis Ketentuan Auto Rejection Bawah (ARB) 15% pada Saham Syariah Perspektif Himayah Al-Mustahlik dalam Fatwa DSN-MUI Nomor 80/DSN-MUI/III/2011	49
1. Konsep Umum Himayah Al-Mustahlik.....	49
2. Prinsip Perdagangan Saham Syariah dalam Fatwa DSN-MUI Nomor 80/DSN-MUI/III/2011	54
3. Analisis Kesesuaian ARB 15% dengan Prinsip Himayah al-Mustahlik dalam Fatwa DSN-MUI Nomor 80/DSN-MUI/III/2011.....	60
BAB IV PENUTUP	73
A. Kesimpulan.....	73
B. Saran.....	74
DAFTAR PUSTAKA	76
DAFTAR RIWAYAT HIDUP	79

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang

Pasar modal merupakan salah satu instrumen utama dalam sistem keuangan modern yang berfungsi sebagai sarana penghimpunan dana dan investasi masyarakat. Dalam perkembangannya, pasar modal tidak hanya menjadi wadah transaksi efek, tetapi juga harus menjamin adanya keteraturan, kewajaran, dan efisiensi dalam setiap aktivitas perdagangan.¹ Salah satu prinsip yang biasanya dipakai dalam pasar modal adalah perlindungan terhadap investor sebagai pihak yang rentan terhadap risiko fluktuasi harga.²

Dalam praktik perdagangan saham, harga saham bergerak secara dinamis mengikuti mekanisme permintaan dan penawaran. Pergerakan harga ini dapat mengalami fluktuasi yang sangat tajam dalam waktu singkat, terutama pada kondisi pasar yang tidak stabil. Volatilitas harga saham merupakan karakteristik inheren pasar modal yang dapat menimbulkan risiko kerugian signifikan bagi investor apabila tidak

¹ M. Irsan Nasarudin, dkk., *Aspek Hukum Pasar Modal Indonesia* (Jakarta: Kencana, 2019). 45-48.

² Fluktuasi harga adalah perubahan naik-turun harga suatu aset dalam periode waktu tertentu yang terjadi akibat dinamika permintaan dan penawaran di pasar. Dalam pasar modal, fluktuasi harga saham mencerminkan tingkat ketidakstabilan (*volatilitas*) yang dipengaruhi oleh faktor internal perusahaan maupun kondisi eksternal pasar. Semakin tinggi fluktuasi harga, semakin besar risiko yang dihadapi investor dalam aktivitas perdagangan efek. Sari, D., and R. Hidayat. "Volatilitas Harga Saham dan Efektivitas Auto Rejection di Bursa Efek Indonesia." *Jurnal Hukum & Pasar Modal*, vol. 7, no. 2, 2023, pp. 112–128.

terdapat mekanisme pengendalian yang memadai.³ Sehingga, diperlukan instrumen regulatif yang mampu menjaga stabilitas harga.

Regulasi dalam pasar modal berperan penting dalam menjaga stabilitas harga saham sebagai instrumen perdagangan efek, mengingat harga saham pada dasarnya terbentuk melalui mekanisme permintaan dan penawaran yang sangat dinamis sehingga rentan terhadap fluktuasi yang tajam. Oleh karena itu, keberadaan regulasi diperlukan untuk memastikan proses pembentukan harga berlangsung secara teratur, wajar, dan efisien serta mencegah terjadinya distorsi pasar seperti manipulasi harga maupun kepanikan investor yang dapat memicu volatilitas⁴ berlebihan.

Salah satu mekanisme yang diterapkan di Bursa Efek Indonesia (BEI) adalah Auto Rejection Bawah (ARB), yaitu pembatasan otomatis terhadap penurunan harga saham dalam satu hari perdagangan. Berdasarkan Keputusan Direksi BEI Nomor Kep-00003/BEI/04-2025, batas ARB ditetapkan sebesar 15% untuk seluruh saham yang diperdagangkan di bursa.⁵ Secara normatif, kebijakan ini bertujuan untuk menjaga keteraturan, kewajaran, serta memberikan perlindungan kepada

³ Tavinayati dan Yulianti, *Hukum Pasar Modal di Indonesia* (Jakarta: Sinar Grafika, 2020), 112–115.

⁴ Volatilitas adalah ukuran statistik yang menunjukkan besarnya variasi atau fluktuasi harga suatu aset keuangan dalam periode waktu tertentu. Semakin tinggi tingkat volatilitas, maka semakin besar perubahan harga yang terjadi secara tidak stabil di pasar, yang sekaligus mencerminkan tingkat risiko yang dihadapi investor. Volatilitas juga digunakan untuk menggambarkan ketidakpastian pergerakan harga di masa depan berdasarkan data historis harga. Satrio, Budi. *Manajemen Investasi dan Portofolio*. (Jakarta: Salemba Empat, 2021), 88.

⁵ Keputusan Direksi Nomor Kep-00003/BEI/04-2025 tentang Peraturan Perdagangan Efek

investor dari penurunan harga yang terlalu tajam dalam waktu singkat.

Keputusan Direksi BEI No. Kep-00003/BEI/04-2025 (Peraturan II-

A) mengenai mekanisme *Auto Rejection* sendiri berisi perihal:

1. Penerapan Mekanisme Simetris (Poin VI.7.1) yaitu BEI menetapkan batas *Auto Rejection* yang seimbang (simetris) antara kenaikan dan penurunan harga saham dalam satu hari bursa.
2. Batas *Auto Rejection* Atas (ARA) dan Bawah (ARB) 15% (Poin VI.7.1.2) yaitu Sistem JATS⁶ akan menolak secara otomatis (*Auto Reject*) setiap penawaran jual atau permintaan beli yang harganya naik lebih dari 15% atau turun lebih dari 15% dari harga acuan.
3. Keseragaman Papan Perdagangan yaitu Batas 15% ini berlaku seragam untuk seluruh kategori saham, baik yang tercatat di Papan Utama, Papan Pengembangan, maupun Papan Ekonomi Baru.
4. Berlaku di Pasar Reguler dan Tunai (Poin VI.7.2) yaitu Batasan ini secara operasional hanya diterapkan pada sistem perdagangan di Pasar Reguler dan Pasar Tunai, sedangkan di Pasar Negosiasi sifatnya lebih fleksibel (dengan kewajiban lapor).
5. Ketentuan Pembulatan Harga (Poin VI.7.3) yaitu Dalam hal hasil penghitungan 15% menghasilkan angka desimal, maka harga *Auto*

⁶ JATS (Jakarta Automated Trading System) adalah sistem perdagangan elektronik yang digunakan oleh Bursa Efek Indonesia untuk memfasilitasi proses transaksi jual beli efek secara otomatis. Sistem ini memungkinkan seluruh order dari pelaku pasar diproses melalui jaringan komputer yang terintegrasi sehingga proses perdagangan menjadi lebih cepat. Sunariyah, *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*, Edisi Revisi (Yogyakarta: UPP STIM YKPN, 2021). 102.

Rejection tersebut wajib dibulatkan ke bawah mengikuti satuan Fraksi Harga terkecil yang berlaku bagi saham tersebut.

6. Kewenangan Penyesuaian Darurat (Poin VI.7.4) yaitu Bursa Efek Indonesia memiliki wewenang untuk mengubah atau menetapkan batasan *Auto Rejection* yang berbeda dari 15% dalam kondisi pasar darurat demi menjaga stabilitas nasional.

Meskipun Keputusan Direksi BEI Nomor Kep-00003/BEI/04-2025 menetapkan batas ARB sebesar 15% demi supaya harga pasar stabil, kebijakan ini secara norma berpotensi menimbulkan diskursus hukum jika dianalisa pada Pasal 3 angka 1 Fatwa DSN-MUI Nomor 80/DSN-MUI/III/2011. Pasal tersebut menegaskan bahwa perdagangan efek harus dilakukan menurut prinsip *at-taman al-adil* (harga yang adil) dan tidak boleh ada intervensi yang menghalangi terbentuknya harga pasar secara alami (*najasy* atau manipulasi).⁷

Jika batas 15% tersebut justru menghambat likuiditas saham syariah dan merugikan investor kecil, maka hal ini berpotensi bertentangan dengan konsep *himayah al-mustahlik* yang mengutamakan perlindungan hak-hak konsumen atau investor dari kerugian sistemik.⁸

Dalam praktiknya, meskipun ARB 15% dimaksudkan sebagai mekanisme perlindungan, tidak jarang terjadi kondisi di mana saham

⁷ Pasal 3 angka 1 Fatwa DSN-MUI Nomor 80/DSN-MUI/III/2011

⁸ Republik Indonesia, *Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal*, Pasal 4.

mengalami Auto Rejection Bawah secara berulang dalam beberapa hari perdagangan. Fenomena ini menunjukkan bahwa mekanisme ARB tidak serta-merta menghentikan penurunan nilai saham, melainkan hanya membatasi laju penurunan dalam satu hari perdagangan. Akibatnya, investor tetap berpotensi mengalami kerugian yang berkelanjutan apabila tekanan jual berlangsung dalam jangka waktu tertentu.⁹

Sebagai contoh, fenomena 'ARB berjilid-jilid' menjadi kendala likuiditas yang nyata bagi investor retail saat berakhirnya masa penguncian (*lock-up*) saham PT GoTo Gojek Tokopedia Tbk (GOTO). Selama periode Desember 2022, saham GOTO tercatat menyentuh batas *Auto Rejection Bawah* selama 11 hari perdagangan berturut-turut, yang mengakibatkan nilai kapitalisasi pasarnya merosot tajam tanpa adanya daya serap dari sisi pembeli.¹⁰

Kondisi tersebut menyebabkan investor terjebak karena sistem otomatis menolak penawaran jual di bawah batas 15%, sehingga mereka tidak dapat melakukan penjualan saham pada harga yang lebih tinggi dan menderita kerugian lebih besar akibat terbatasnya mekanisme *exit* dari pasar. Fenomena ini menunjukkan adanya potensi kekurangan dalam

⁹ Sari, D., & Hidayat, R., "Volatilitas Harga Saham dan Efektivitas Mekanisme Auto Rejection di Bursa Efek Indonesia," *Jurnal Hukum & Pasar Modal*, Vol. 7 No. 2 (2023): 112–128.

¹⁰ Syahrizal Sidik, "GOTO ARB 11 Hari Beruntun, Market Cap Menguap Rp 230 Triliun," *CNBC Indonesia*, 12 Des. 2022, [cnbcindonesia.com](https://www.cnbcindonesia.com). Meskipun kasus GOTO terjadi pada tahun 2022 (saat ARB masih asimetris 7%), kasus ini adalah contoh paling relevan dalam sejarah bursa Indonesia untuk menjelaskan bagaimana batas bawah (apapun persentasenya) bisa mengunci likuiditas investor. Ini sangat kuat untuk memperdebatkan konsep himayah *al-mustahlik* atau perlindungan nasabah.

efektivitas penerapan standar ARB sebagai instrumen perlindungan investor, di mana kebijakan yang semula dimaksudkan sebagai pengaman justru berubah menjadi penghambat likuiditas¹¹ yang merugikan pemegang saham secara sistemik.

Selain itu, dalam konteks kelembagaan pasar modal, BEI sebagai *self regulatory organization* memiliki kewenangan untuk mengatur mekanisme perdagangan efek. Namun kewenangan tersebut tetap harus sejalan dengan prinsip perlindungan investor yang menjadi asas utama dalam Undang-Undang Pasar Modal serta berada dalam pengawasan Otoritas Jasa Keuangan (OJK) sebagai regulator utama sektor jasa keuangan.¹² Hal ini menimbulkan pertanyaan mengenai sejauh mana kebijakan teknis seperti ARB telah benar-benar memberikan perlindungan hukum yang optimal bagi investor, khususnya dalam pasar modal syariah.

Berdasarkan uraian tersebut, terdapat urgensi akademik untuk melakukan kajian yuridis normatif terhadap penerapan batas Auto Rejection Bawah (ARB) 15% pada saham syariah dalam perspektif hukum positif Indonesia serta prinsip *ḥimāyah al-mustahlik* berdasarkan

¹¹ Likuiditas adalah tingkat kemudahan suatu saham untuk diperjualbelikan di pasar modal tanpa menyebabkan perubahan harga yang signifikan. Likuiditas mencerminkan seberapa cepat investor dapat mengonversi saham menjadi uang tunai sesuai harga pasar yang berlaku. Semakin tinggi likuiditas suatu saham, semakin efisien pula proses perdagangan karena banyaknya aktivitas jual beli yang terjadi secara aktif di pasar. Hadi, Nor. "Analisis Likuiditas Saham dan Pengaruhnya terhadap Keputusan Investasi di Pasar Modal Indonesia." *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, vol. 9, no. 1, 2022, pp. 55–66.

¹² Otoritas Jasa Keuangan, "Penyesuaian Mekanisme Auto Rejection di Bursa Efek Indonesia," *Siaran Pers OJK*, 2025, <https://www.ojk.go.id>

Fatwa DSN-MUI Nomor 80/DSN-MUI/III/2011. Dalam Fatwa DSN-MUI Nomor 80/DSN-MUI/III/2011 Pasal 3, ditegaskan bahwa harga harus terbentuk melalui mekanisme pasar yang bebas. Letak pertentangannya adalah: ARB 15% merupakan intervensi sistem yang secara paksa menghentikan perdagangan. Bagi investor syariah, ini bisa dianggap menghalangi hak likuiditas aset. Jadi, di satu sisi ia ingin melindungi harga, tapi di sisi lain ia melanggar prinsip kebebasan transaksi (*hurriyah al-ta'aqud*) karena investor tidak bisa menjual sahamnya meskipun mereka rela harganya turun.

Masalah ini sangat penting untuk dibahas karena ada benturan antara aturan bursa efek dengan kenyataan di lapangan. Di satu sisi, BEI ingin menjaga pasar tetap stabil, tapi di sisi lain, hak investor untuk menjual sahamnya jadi terhambat. Padahal dalam prinsip *ḥimāyah al-mustahlik*, perlindungan nasabah itu bukan cuma soal mencegah harga turun, tapi juga soal memastikan nasabah tidak rugi karena sulit menjual asetnya sendiri atau faktor likuiditas.¹³ Jadi, penelitian ini ingin melihat apakah batas 15% ini benar-benar melindungi kita sebagai investor, atau justru malah merugikan karena tidak sesuai dengan semangat keadilan dan kebebasan bertransaksi yang ada di Fatwa DSN-MUI Nomor 80.¹⁴

¹³ Zulham. *Hukum Perlindungan Konsumen*. (Jakarta: Kencana, 2013),124.

¹⁴ Mardani. *Hukum Ekonomi Syariah di Indonesia*. (Bandung: Refika Aditama, 2021). 89..

B. Batasan Masalah

Penelitian ini berfokus pada kajian yuridis normatif terhadap kebijakan batas *Auto Rejection* Bawah (ARB) 15% berdasarkan Keputusan Direksi BEI Nomor Kep-00003/BEI/04-2025, dengan fokus analisis pada dampaknya terhadap likuiditas saham syariah serta konsep *ḥimāyah al-mustahlik* dan prinsip harga yang adil (*at-taman al-adil*) dalam Fatwa DSN-MUI Nomor 80/DSN-MUI/III/2011, hal ini dengan tujuan penelitian tidak akan meluas ke aspek saham konvensional, kinerja keuangan emiten secara spesifik, ataupun mekanisme perdagangan di Pasar Negosiasi.

C. Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang tersebut, maka rumusan masalah dalam penelitian ini yaitu sebagai berikut:

1. Apa yang melatarbelakangi adanya ketentuan *Auto Rejection* Bawah (ARB) 15% yang terdapat dalam Keputusan Direksi Bursa Efek Indonesia Nomor Kep-00003/BEI/04-2025?
2. Bagaimana ketentuan batas *Auto Rejection* Bawah (ARB) 15% pada saham syariah perspektif *ḥimāyah al-mustahlik* dalam Fatwa DSN-MUI Nomor 80/DSN-MUI/III/2011?

D. Tujuan Penelitian

Berdasarkan pada rumusan masalah yang telah dijelaskan diatas, maka tujuan dalam penelitian ini adalah:

1. Untuk menganalisis yang melatarbelakangi adanya ketentuan Auto Rejection Bawah (ARB) 15% yang terdapat dalam Keputusan Direksi Bursa Efek Indonesia Nomor Kep-00003/BEI/04-2025.
2. Untuk mendeskripsikan ketentuan batas Auto Rejection Bawah (ARB) 15% pada saham syariah perspektif himayah al-mustahlik dalam Fatwa DSN-MUI Nomor 80/DSN-MUI/III/2011.

E. Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan memiliki manfaat baik secara teoritis maupun praktis, yaitu:

1. Secara Teoritis

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi terhadap pengembangan ilmu Hukum Ekonomi Syariah, khususnya dalam memahami penerapan prinsip himayah al-mustahlik dalam mekanisme pasar modal syariah. Selain itu, penelitian ini juga diharapkan dapat memperluas kajian akademik mengenai perlindungan hukum investor dalam sistem perdagangan efek, terutama terkait kebijakan teknis seperti Auto Rejection Bawah (ARB) yang ditetapkan oleh Bursa Efek Indonesia.

2. Secara Praktis

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat bagi beberapa pihak, antara lain:

Pertama, bagi investor pasar modal syariah, penelitian ini dapat memberikan pemahaman mengenai mekanisme Auto Rejection Bawah (ARB) 15% serta implikasinya terhadap perlindungan investasi dan risiko kerugian dalam perdagangan saham.

Kedua, bagi Bursa Efek Indonesia (BEI) dan Otoritas Jasa Keuangan (OJK), penelitian ini dapat menjadi bahan evaluasi dalam merumuskan kebijakan teknis perdagangan saham agar lebih optimal dalam memberikan perlindungan hukum kepada investor, khususnya pada instrumen saham syariah.

Ketiga, bagi Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI), penelitian ini dapat menjadi masukan dalam pengembangan fatwa yang lebih responsif terhadap mekanisme teknis pasar modal modern.

Keempat, bagi kalangan akademisi dan peneliti, penelitian ini dapat menjadi referensi dalam kajian lanjutan terkait integrasi antara hukum positif, regulasi pasar modal, dan prinsip syariah dalam sistem keuangan modern.

F. Definisi Konseptual

Definisi konseptual dalam penelitian ini Penulis cantumkan untuk menjelaskan lebih detail variabel yang berkaitan dalam penelitian ini, diantaranya yaitu:

1. Auto Rejection Bawah (ARB)

Auto Rejection Bawah (ARB) adalah mekanisme dalam perdagangan saham di Bursa Efek Indonesia yang secara otomatis menolak order jual apabila harga saham mengalami penurunan melebihi batas tertentu dalam satu hari perdagangan.¹⁵ ARB berfungsi sebagai sistem pengendalian volatilitas harga agar tidak terjadi penurunan harga yang terlalu tajam dalam waktu singkat, sehingga pasar tetap berada dalam kondisi teratur, wajar, dan efisien.¹⁶ Berdasarkan Keputusan Direksi Bursa Efek Indonesia Nomor Kep-00003/BEI/04-2025, batas ARB ditetapkan sebesar 15% untuk seluruh saham yang diperdagangkan di bursa, termasuk saham syariah.¹⁷

2. Saham Syariah

Saham syariah adalah efek berupa saham yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah di pasar modal, baik dari aspek kegiatan usaha emiten maupun mekanisme transaksinya. Saham syariah harus terbebas dari unsur riba, gharar, dan maysir serta sesuai dengan prinsip keadilan dan kemaslahatan dalam ekonomi Islam.¹⁸

Dalam pasar modal Indonesia, penentuan saham syariah dilakukan

¹⁵ Kompas.com, "Apa Itu Auto Rejection: Penjelasan ARA dan ARB di Bursa Efek Indonesia," 14 April 2025. <https://money.kompas.com/read/2025/04/14/225136426>

¹⁶ SahamPedia, "Apa Itu Auto Rejection (ARA & ARB) di BEI," 2024. <https://www.sahampedia.com>

¹⁷ Keputusan Direksi Nomor Kep-00003/BEI/04-2025 tentang Peraturan Perdagangan Efek.

¹⁸ M. Irsan Nasarudin, dkk., *Aspek Hukum Pasar Modal Indonesia* (Jakarta: Kencana, 2019), 45–48.

berdasarkan Daftar Efek Syariah (DES) yang ditetapkan oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dengan mengacu pada fatwa Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI).

3. *Himayah al-Mustahlik*

Himayah al-mustahlik adalah prinsip perlindungan terhadap pihak yang melakukan transaksi (konsumen/investor) dalam sistem ekonomi Islam agar terhindar dari kerugian, ketidakadilan, dan praktik yang merugikan. Prinsip ini merupakan bagian dari maqāsid al-syarī‘ah yang menekankan pada perlindungan harta (*hifz al-māl*) serta pencegahan kemudharatan (*dar’ al-mafsadah*) dalam aktivitas ekonomi.¹⁹ Dalam konteks pasar modal syariah, prinsip ini digunakan untuk menilai apakah suatu kebijakan seperti ARB telah memberikan perlindungan yang adil terhadap investor.

4. Bursa Efek Indonesia (BEI)

Bursa Efek Indonesia (BEI) adalah *Self Regulatory Organization (SRO)* yang memiliki kewenangan untuk mengatur dan menyelenggarakan perdagangan efek di pasar modal Indonesia. BEI berwenang menetapkan berbagai mekanisme teknis perdagangan, termasuk batas Auto Rejection, dalam rangka menjaga keteraturan, kewajaran, dan efisiensi pasar modal.²⁰

¹⁹ Jasser Auda, *Maqasid al-Shariah as Philosophy of Islamic Law* (London: IIIT, 2008), 212–215.

²⁰ Tavinayati dan Yulianti, *Hukum Pasar Modal di Indonesia* (Jakarta: Sinar Grafika, 2020), 112–115.

G. Metode Penelitian

Penelitian ini merupakan kajian ilmiah yang digunakan untuk menganalisis penerapan batas Auto Rejection Bawah (ARB) sebesar 15% pada saham syariah dalam perspektif hukum ekonomi syariah, khususnya berdasarkan prinsip *himāyah al-mustahlik* dalam Fatwa Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia.

1. Jenis Penelitian

Jenis penelitian yang digunakan dalam skripsi ini adalah penelitian yuridis normatif, yaitu penelitian hukum yang dilakukan dengan cara mengkaji norma hukum yang terdapat dalam peraturan perundang-undangan, fatwa, serta literatur hukum yang berkaitan.²¹, penelitian ini tidak menggunakan data lapangan (empiris), melainkan seluruhnya bersumber dari data sekunder yang bersifat normatif dan kepustakaan.²²

2. Pendekatan Penelitian

a. Pendekatan Perundang-undangan (*Statute Approach*)

Pendekatan ini dilakukan dengan menelaah peraturan perundang-undangan yang berkaitan dengan pasar modal, khususnya Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, serta Keputusan Direksi Bursa Efek Indonesia Nomor

²¹ Peter Mahmud Marzuki, *Penelitian Hukum* (Jakarta: Kencana, 2017), 35–37.

²² Soerjono Soekanto dan Sri Mamudji, *Penelitian Hukum Normatif* (Jakarta: Rajawali Pers, 2018), 13–15.

Kep-00003/BEI/04-2025 tentang ARB 15%. Pendekatan ini bertujuan untuk menganalisis kedudukan hukum ARB dalam sistem hukum positif Indonesia.

b. Pendekatan Konseptual (*Conceptual Approach*)

Pendekatan ini digunakan untuk mengkaji konsep-konsep hukum Islam yang relevan, seperti *ḥimāyah al-mustahlik*, serta prinsip keadilan dalam transaksi pasar modal syariah. Pendekatan ini membantu menjelaskan keterkaitan antara norma hukum positif dan prinsip syariah dalam perlindungan investor.²³

3. Bahan Hukum

Penelitian ini menggunakan tiga jenis bahan hukum, yaitu:

a. Bahan Hukum Primer

Bahan hukum primer terdiri dari:

- 1) Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal
- 2) Keputusan Direksi BEI Nomor Kep-00003/BEI/04-2025 tentang ARB
- 3) Fatwa DSN-MUI Nomor 80/DSN-MUI/III/2011

b. Bahan Hukum Sekunder

Bahan hukum sekunder meliputi buku-buku hukum pasar modal, jurnal ilmiah ekonomi syariah, artikel akademik, serta

²³ Johnny Ibrahim, *Teori & Metodologi Penelitian Hukum Normatif* (Malang: Bayumedia, 2019), 95–98.

penelitian terdahulu yang membahas perlindungan investor, mekanisme ARB, dan pasar modal syariah.²⁴

c. Bahan Hukum Tersier

Bahan hukum tersier berupa kamus hukum, ensiklopedia ekonomi Islam, serta glosarium istilah pasar modal dan keuangan syariah yang digunakan untuk memperjelas istilah teknis dalam penelitian ini.

4. Teknik Pengumpulan Bahan Hukum

Teknik pengumpulan bahan hukum dalam penelitian ini dilakukan melalui studi kepustakaan (*library research*) dan studi dokumen. Studi kepustakaan dilakukan dengan mengumpulkan literatur dari buku, jurnal ilmiah, skripsi, dan artikel yang berkaitan dengan pasar modal, ARB, serta hukum ekonomi syariah. Sedangkan studi dokumen dilakukan dengan menelaah dokumen resmi seperti Undang-Undang Pasar Modal, Keputusan Direksi BEI, serta Fatwa DSN-MUI Nomor 80/2011 sebagai bahan utama dalam analisis yuridis normatif.²⁵ Kedua metode ini digunakan untuk memperoleh data yang sistematis, valid, dan relevan dengan objek penelitian.

²⁴ M. Irsan Nasarudin dkk., *Aspek Hukum Pasar Modal Indonesia* (Jakarta: Kencana, 2019), 45-48.

²⁵ Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal.

5. Analisis Bahan Hukum

Analisis bahan hukum dalam penelitian ini menggunakan analisis deskriptif yuridis kualitatif, yaitu analisis yang dilakukan dengan menafsirkan bahan hukum primer dan sekunder secara sistematis berdasarkan pendekatan hukum normatif dan konsep syariah. Analisis dilakukan melalui beberapa tahapan, yaitu: mengklasifikasikan norma hukum yang berkaitan dengan ARB, menafsirkan ketentuan hukum berdasarkan prinsip perlindungan investor, serta mengkaji kesesuaian antara mekanisme ARB dengan prinsip *himāyah al-mustahlik* dan Fatwa DSN-MUI.

H. Sistematika Penulisan

Dalam penulisan penelitian ini penulis membagi penelitian ini ke dalam empat bab dengan sistematika sebagai berikut:

Pertama, Bab I Pendahuluan

Skripsi diawali dengan bagian pendahuluan yang mencakup latar belakang permasalahan, rumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, penelitian terdahulu, kerangka teori, metode penelitian, serta sistematika penulisan. Pendahuluan ini bertujuan untuk memberikan gambaran menyeluruh mengenai konteks penelitian, khususnya terkait dinamika pasar modal syariah dan penerapan batas Auto Rejection Bawah (ARB) 15% sebagai mekanisme pengendalian harga saham.

Kedua, Bab II Tinjauan Pustaka

Bab ini memuat penelitian terdahulu dan kerangka teori yang digunakan dalam penelitian. Penelitian terdahulu berfungsi untuk menunjukkan keorisinalitasan penelitian serta membedakan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya yang berkaitan dengan pasar modal, saham syariah, dan perlindungan investor. Sementara itu, kerangka teori memuat konsep-konsep yang relevan, seperti teori pasar modal dan saham syariah, mekanisme Auto Rejection Bawah (ARB) dalam sistem perdagangan saham, ketentuan dalam Fatwa DSN-MUI Nomor 80/DSN-MUI/III/2011, serta konsep *ḥimāyah al-mustahlik*. Kerangka teori ini menjadi dasar analisis dalam menilai kesesuaian kebijakan ARB dengan prinsip syariah.

Ketiga, Bab III Hasil Penelitian dan Pembahasan

Bab ini berisi hasil penelitian dan analisis yang dilakukan oleh penulis. Pembahasan difokuskan pada analisis yuridis terhadap penerapan batas Auto Rejection Bawah (ARB) 15% berdasarkan Keputusan Direksi BEI Nomor Kep-00003/BEI/04-2025, serta analisis kesesuaiannya dengan Fatwa DSN-MUI Nomor 80/DSN-MUI/III/2011. Selain itu, bab ini juga mengkaji efektivitas ARB sebagai mekanisme perlindungan investor, termasuk potensi kelemahan seperti terjadinya penurunan harga saham secara berturut-turut (*multi-day decline*). Analisis kemudian diperdalam dengan menggunakan perspektif *ḥimāyah al-mustahlik*.

Keempat, Bab IV Penutup

Bab penutup memuat kesimpulan dari hasil penelitian yang telah dilakukan, termasuk temuan utama mengenai kedudukan hukum ARB dalam sistem pasar modal Indonesia serta kesesuaiannya dengan prinsip perlindungan investor dalam hukum ekonomi syariah. Selain itu, bab ini juga berisi saran-saran yang ditujukan kepada regulator, Bursa Efek Indonesia, serta pemangku kepentingan lainnya dalam rangka meningkatkan efektivitas perlindungan investor, khususnya dalam pasar modal syariah. Bagian akhir dilengkapi dengan daftar pustaka sebagai sumber rujukan penelitian.

BAB II

KERANGKA TEORI

A. Penelitian Terdahulu

Penelitian ini bukan penelitian baru, sebab telah banyak dilakukan penelitian-penelitian serupa, berikut penelitian-penelitian yang mempunyai kedekatan tema dengan penelitian ini:

1. Reynold Abednego dalam penelitiannya yang berjudul *Analisis Reaksi Pasar Modal Indonesia terhadap Perubahan Kebijakan Auto Rejection Bawah (ARB) pada Indeks LQ45 (2023)*, menggunakan metode kuantitatif dengan analisis data statistik pasar saham LQ45 di Bursa Efek Indonesia. Hasil penelitian menunjukkan bahwa perubahan kebijakan ARB mempengaruhi abnormal return dan aktivitas perdagangan saham dalam jangka pendek, namun tidak sepenuhnya mampu menstabilkan harga saham dalam kondisi tekanan jual yang tinggi.²⁶
2. Diandini Susalit dalam penelitian berjudul *Analisis Pengaruh Penerapan Asymmetric Auto Rejection terhadap Kualitas Pasar Saham (2023)*, menggunakan pendekatan kuantitatif dengan analisis data sekunder pasar modal. Hasil penelitian menunjukkan bahwa penerapan ARB berpengaruh terhadap likuiditas pasar, bid-ask

²⁶ Reynold Abednego, *Analisis Reaksi Pasar Modal Indonesia terhadap Perubahan Kebijakan Auto Rejection Bawah (ARB) pada Indeks LQ45* (Jakarta: Politeknik Negeri Jakarta, 2023), 45-47.

spread, dan volatilitas harga saham, sehingga mekanisme ini memiliki peran dalam menjaga kualitas pasar, meskipun tidak menghilangkan risiko fluktuasi harga secara keseluruhan.²⁷

3. Rega Arya Piradiansyah dalam penelitian berjudul *Studi Efektivitas Auto Rejection Atas dan Bawah pada Saham LQ45 Periode 2019–2024 (2025)*, menggunakan metode komparatif kuantitatif. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ARB dan ARA berfungsi sebagai instrumen pengendali volatilitas pasar, tetapi efektivitasnya terbatas karena masih terjadi penurunan harga beruntun pada saham tertentu.²⁸
4. Bima Tirta Firdaus dalam skripsinya yang berjudul *Tinjauan Hukum Ekonomi Syariah terhadap Penetapan Auto Rejection di Bursa Efek Indonesia (2022)*, menggunakan metode penelitian yuridis normatif dengan pendekatan hukum Islam dan regulasi pasar modal. Hasil penelitian menunjukkan bahwa mekanisme ARB pada dasarnya tidak bertentangan dengan prinsip syariah karena bertujuan menjaga kemaslahatan pasar dan mencegah kerugian yang lebih besar bagi investor.²⁹
5. Ichwan Abdillah dalam penelitian berjudul *Reaksi Pasar Saham terhadap Peristiwa Ekonomi pada Indeks Saham Syariah Indonesia*

²⁷ Diandini Susalit, *Analisis Pengaruh Penerapan Asymmetric Auto Rejection terhadap Kualitas Pasar Saham* (Yogyakarta: Universitas Gadjah Mada, 2023), 51–53

²⁸ Rega Arya Piradiansyah, *Studi Efektivitas Auto Rejection Atas dan Bawah pada Saham LQ45 Periode 2019–2024 (Yogyakarta: Universitas Gadjah Mada, 2025)*, 60–62.

²⁹ Bima Tirta Firdaus, *Tinjauan Hukum Ekonomi Syariah terhadap Penetapan Auto Rejection di Bursa Efek Indonesia* (Semarang: UIN Walisongo, 2022), 38–40.

(2020), menggunakan metode event study dengan pendekatan kuantitatif. Hasil penelitian menunjukkan bahwa saham syariah tetap dipengaruhi oleh faktor eksternal ekonomi dan menunjukkan reaksi signifikan terhadap peristiwa pasar, sehingga tetap memerlukan mekanisme perlindungan investor yang efektif.³⁰

³⁰ Ichwan Abdillah, *Reaksi Pasar Saham terhadap Peristiwa Ekonomi pada Indeks Saham Syariah Indonesia* (Surabaya: Universitas Airlangga, 2020), 72–74

Tabel 1
Penelitian Terdahulu

No	Judul Penelitian	Nama Peneliti	Persamaan	Perbedaan
1	Analisis Reaksi Pasar Modal Indonesia terhadap Perubahan Kebijakan Auto Rejection Bawah (ARB) pada Indeks LQ45	Reynold Abednego	Sama-sama membahas mekanisme ARB di Bursa Efek Indonesia dan dampaknya pada pasar modal	Tidak membahas saham syariah, DSN-MUI, dan prinsip himayah al-mustahlik
2	Analisis Pengaruh Penerapan Asymmetric Auto Rejection terhadap Kualitas Pasar Saham	Diandini Susalit	Sama-sama mengkaji pengaruh ARB terhadap kualitas dan stabilitas pasar saham	Tidak menggunakan perspektif hukum Islam dan perlindungan investor syariah
3	Studi Efektivitas Auto Rejection Atas dan Bawah	Rega Arya Piradiansyah	Sama-sama meneliti efektivitas	Tidak membahas regulasi BEI terbaru 2025 dan

	pada Saham LQ45 Periode 2019–2024		ARB sebagai pengendali volatilitas harga saham	fatwa DSN-MUI
4	Tinjauan Hukum Ekonomi Syariah terhadap Penetapan Auto Rejection di Bursa Efek Indonesia	Bima Tirta Firdaus	Sama-sama menggunakan pendekatan hukum ekonomi syariah dalam analisis ARB	Tidak mengkaji ARB 15% terbaru dan himayah al- mustahlik secara spesifik
5	Reaksi Pasar Saham terhadap Peristiwa Ekonomi pada Indeks Saham Syariah Indonesia	Ichwan Abdillah	Sama-sama membahas saham syariah dan respons pasar terhadap dinamika ekonomi	Tidak membahas mekanisme ARB sebagai instrumen perlindungan investor

Berdasarkan tabel ini, tidak ada yang sama persis dengan penelitian ini, sehingga penelitian ini mempunyai nilai kebaruan untuk dilakukan penelitian.

B. Tinjauan Pustaka

Tinjauan pustaka dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Teori Pasar Modal dan Saham Syariah

Pasar modal merupakan instrumen utama dalam sistem keuangan modern yang berfungsi sebagai sarana penghimpunan dana dan investasi masyarakat dalam jangka panjang. Dalam perspektif hukum, pasar modal tidak hanya dipahami sebagai mekanisme ekonomi, tetapi juga sebagai sistem yang harus menjamin keteraturan, kewajaran, efisiensi, serta perlindungan hukum terhadap investor sebagai pihak yang paling rentan terhadap risiko investasi.³¹ Perlindungan investor menjadi prinsip fundamental karena dalam praktiknya pasar modal sangat dipengaruhi oleh fluktuasi harga, asimetri informasi, serta dinamika perilaku pasar yang tidak selalu rasional.

Dalam sistem hukum Indonesia, prinsip tersebut ditegaskan dalam Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal yang menegaskan bahwa penyelenggaraan pasar modal harus dilakukan secara teratur, wajar, dan efisien.³² Menurut M. Irsan Nasarudin dkk., ketentuan ini menunjukkan bahwa pasar modal tidak hanya bersifat ekonomi, tetapi juga merupakan sistem hukum yang

³¹ M. Irsan Nasarudin dkk., *Aspek Hukum Pasar Modal Indonesia* (Jakarta: Kencana, 2019), 23-27.

³² Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal.

memiliki fungsi perlindungan dan pengawasan terhadap kepentingan investor. Namun demikian, undang-undang tersebut tidak mengatur secara rinci mekanisme teknis perdagangan saham, sehingga membuka ruang bagi lembaga Self Regulatory Organization (SRO) seperti Bursa Efek Indonesia (BEI) untuk menetapkan aturan operasional perdagangan.

Pasar modal Indonesia memiliki karakteristik regulasi berlapis (*multi-layer regulation*), di mana regulasi teknis bursa menjadi bagian penting dalam menjaga stabilitas perdagangan efek.³³ Kondisi ini menunjukkan adanya pendelegasian kewenangan dari regulator negara kepada SRO yang secara teknis memiliki kemampuan operasional dalam mengatur mekanisme perdagangan harian.

Namun demikian, pendelegasian kewenangan tersebut menimbulkan persoalan yuridis berupa potensi kekaburan norma (*legal ambiguity*), karena aturan teknis seperti batasan harga saham tidak secara eksplisit diatur dalam undang-undang, melainkan ditentukan melalui keputusan internal bursa. Menurut hukum administrasi, hal ini berkaitan dengan batas kewenangan delegatif yang harus tetap berada dalam koridor prinsip legalitas dan tidak boleh bertentangan dengan undang-undang yang lebih tinggi.³⁴

³³ Tavinayati dan Yulianti, *Hukum Pasar Modal di Indonesia* (Jakarta: Sinar Grafika, 2020), 41-44

³⁴ Philipus M. Hadjon, *Pengantar Hukum Administrasi Indonesia* (Yogyakarta: Gadjah Mada University Press, 2020), 88-90.

Dalam perkembangan selanjutnya, pasar modal tidak hanya bersifat konvensional, tetapi juga berkembang menjadi pasar modal syariah. Pasar modal syariah merupakan sistem perdagangan efek yang mengintegrasikan prinsip-prinsip syariah Islam dalam aktivitas investasi, baik dari sisi objek, mekanisme, maupun etika transaksi. Saham syariah adalah efek yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah dan telah memenuhi kriteria Daftar Efek Syariah (DES) yang ditetapkan oleh otoritas terkait.

Menurut Mardani, pasar modal syariah merupakan bentuk implementasi prinsip muamalah dalam aktivitas ekonomi modern yang menekankan keadilan, transparansi, dan kemaslahatan.³⁵ Selain itu, Otoritas Jasa Keuangan (OJK) menegaskan bahwa pasar modal syariah bertujuan menciptakan sistem investasi yang tidak hanya menguntungkan secara finansial, tetapi juga sesuai dengan prinsip etika Islam.³⁶

Pasar modal syariah tidak dapat dilepaskan dari maqāṣid al-syariah, khususnya dalam menjaga harta (ḥifz al-māl) dan mencegah kerugian yang tidak proporsional (dar' al-mafsadah). Hal ini berarti bahwa setiap mekanisme dalam pasar modal, termasuk kebijakan teknis perdagangan, harus diuji tidak hanya dari aspek legalitas

³⁵ Mardani, *Hukum Sistem Ekonomi Islam* (Jakarta: Rajawali Pers, 2015), 259.

³⁶ Otoritas Jasa Keuangan, *Roadmap Pasar Modal Indonesia 2023–2027* (Jakarta: OJK, 2023).

formal, tetapi dari keadilan dan perlindungan terhadap investor.

Akhirnya, teori pasar modal dan saham syariah dalam penelitian ini digunakan sebagai kerangka analisis untuk memahami hubungan antara sistem hukum pasar modal modern dengan prinsip-prinsip syariah, khususnya dalam konteks perlindungan investor dalam mekanisme perdagangan saham syariah.

2. Auto Rejection Bawah (ARB)

SDD Auto Rejection Bawah (ARB) merupakan salah satu mekanisme pengendalian harga dalam sistem perdagangan saham yang berfungsi untuk membatasi penurunan harga saham secara otomatis dalam satu hari perdagangan. Mekanisme ini bekerja melalui sistem perdagangan elektronik bursa yang secara otomatis menolak (reject) setiap order jual yang berada di bawah batas harga tertentu yang telah ditetapkan oleh bursa. Dalam praktik pasar modal modern, mekanisme ini dikenal sebagai salah satu bentuk *price limit system* yang bertujuan menjaga stabilitas pasar dari fluktuasi ekstrem

Dalam teori investasi, pembatasan pergerakan harga seperti ARB berkaitan dengan konsep *market stabilization mechanism* yang digunakan untuk mengurangi risiko kepanikan pasar (panic selling). Menurut Jogiyanto Hartono, dalam analisis investasi, pergerakan harga saham sangat dipengaruhi oleh informasi, psikologi pasar, dan ekspektasi investor yang sering kali tidak rasional dalam jangka

pendek.³⁷ Sehingga, diperlukan mekanisme teknis untuk meredam volatilitas ekstrem yang dapat merugikan investor secara sistemik

Dalam konteks Indonesia, mekanisme ARB diatur melalui kebijakan Bursa Efek Indonesia (BEI) sebagai Self Regulatory Organization (SRO). Berdasarkan Keputusan Direksi Bursa Efek Indonesia Nomor Kep-00003/BEI/04-2025 tentang Peraturan Perdagangan Efek, batas Auto Rejection Bawah ditetapkan sebesar 15% dari harga penutupan sebelumnya.³⁸ Kebijakan ini merupakan bagian dari sistem pengendalian perdagangan yang bersifat teknis-operasional dan disesuaikan dengan kondisi volatilitas pasar.

Menurut Eduardus Tandelilin, volatilitas harga saham merupakan karakter utama pasar modal yang tidak dapat dihindari, namun dapat dikelola melalui instrumen regulasi seperti batasan harga harian (*price limit*) dan penghentian perdagangan sementara (*trading halt*).³⁹ Hal ini menunjukkan bahwa ARB bukan sekadar instrumen teknis, tetapi juga bagian dari strategi mitigasi risiko dalam sistem perdagangan efek.

Namun demikian, dalam perspektif hukum, keberadaan ARB tidak secara eksplisit diatur dalam Undang-Undang Nomor 8 Tahun

³⁷ Jogyanto Hartono, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi* (Yogyakarta: BPFE, 2017)

³⁸ Bursa Efek Indonesia, *Keputusan Direksi Nomor Kep-00003/BEI/04-2025 tentang Peraturan Perdagangan Efek*

³⁹ Eduardus Tandelilin, *Portofolio dan Investasi: Teori dan Aplikasi* (Yogyakarta: Kanisius, 2017)

1995 tentang Pasar Modal. Undang-undang tersebut hanya mengatur bahwa pasar modal harus diselenggarakan secara teratur, wajar, dan efisien serta melindungi kepentingan investor.⁴⁰ Dengan demikian, ARB merupakan bentuk regulasi delegatif yang diberikan kepada SRO dalam mengatur mekanisme teknis perdagangan.

Dalam kerangka kelembagaan, Otoritas Jasa Keuangan (OJK) sebagai regulator sektor jasa keuangan menegaskan bahwa stabilitas sistem pasar modal harus dijaga melalui koordinasi antara regulator dan SRO untuk mencegah risiko sistemik. Hal ini menunjukkan bahwa ARB merupakan bagian dari instrumen stabilisasi pasar yang tidak berdiri sendiri, melainkan berada dalam sistem pengawasan berlapis.

Secara empiris, ARB memiliki fungsi untuk membatasi penurunan harga dalam satu hari perdagangan, namun tidak dapat menghentikan tren penurunan harga dalam jangka waktu yang lebih panjang. Dalam kondisi tekanan jual yang tinggi, saham dapat mengalami ARB secara berulang dalam beberapa hari perdagangan. Kondisi ini menunjukkan bahwa meskipun ARB memberikan perlindungan jangka pendek, investor tetap berpotensi mengalami kerugian berkelanjutan akibat tren pasar yang negatif

Dalam teori pasar efisien, harga saham mencerminkan seluruh

⁴⁰ Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal.

informasi yang tersedia di pasar. Namun, dalam kondisi tertentu seperti krisis atau sentimen negatif ekstrem, pasar dapat mengalami *overreaction* yang menyebabkan penurunan harga yang tajam.⁴¹ Dalam situasi seperti ini, ARB berfungsi sebagai alat penahan laju penurunan, tetapi tidak menghilangkan risiko fundamental yang mendasari pergerakan harga.

ARB dalam sistem pasar modal Indonesia dapat dipahami sebagai instrumen teknis yang berfungsi menjaga stabilitas harga saham dalam jangka pendek, namun memiliki keterbatasan dalam memberikan perlindungan menyeluruh terhadap risiko investasi jangka panjang. Oleh karena itu, analisis terhadap ARB perlu dilihat tidak hanya dari aspek teknis perdagangan, tetapi juga dari aspek perlindungan hukum investor dalam sistem pasar modal secara keseluruhan.

3. Fatwa Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI)

Fatwa Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) merupakan salah satu instrumen normatif dalam hukum ekonomi syariah yang berfungsi memberikan pedoman terhadap praktik ekonomi modern agar sesuai dengan prinsip-prinsip syariah. Dalam konteks pasar modal, fatwa ini menjadi dasar utama dalam

⁴¹ Bodie, Zvi, Alex Kane, and Alan J. Marcus, *Investments* (McGraw-Hill Education, 2014),

memastikan bahwa aktivitas perdagangan efek tidak mengandung unsur yang dilarang seperti riba, gharar, maysir, dan praktik ketidakadilan dalam transaksi.⁴² Fatwa DSN-MUI Nomor 80/DSN-MUI/III/2011 secara khusus mengatur penerapan prinsip syariah dalam perdagangan efek di pasar modal Indonesia. Secara normatif, fatwa ini menegaskan bahwa seluruh aktivitas perdagangan efek syariah harus dilakukan berdasarkan prinsip keadilan, keterbukaan informasi, dan tidak merugikan salah satu pihak. Menurut Ascarya, prinsip dasar dalam pasar modal syariah adalah adanya keseimbangan antara keuntungan (profit) dan keadilan (justice), sehingga setiap bentuk transaksi harus menghindari spekulasi berlebihan yang dapat merugikan investor lain.⁴³ Dengan demikian, fatwa ini tidak hanya mengatur aspek halal-haram instrumen, tetapi juga mengatur etika dan mekanisme transaksi di pasar modal.

Dalam fatwa DSN-MUI memang tidak memiliki kekuatan mengikat seperti undang-undang, namun memiliki kekuatan normatif sebagai rujukan utama dalam penyusunan regulasi Otoritas Jasa Keuangan (OJK) terkait pasar modal syariah.⁴⁴ Hal ini menunjukkan adanya hubungan antara hukum Islam dan hukum positif dalam

⁴² Fatwa No. 80/DSN-MUI/III/2011 tentang Penerapan Prinsip Syariah dalam Perdagangan Efek

⁴³ Ascarya, *Akad dan Produk Bank Syariah* (Jakarta: Rajawali Pers, 2019).

⁴⁴ Otoritas Jasa Keuangan, *Roadmap Pasar Modal Indonesia 2023–2027* (Jakarta: OJK, 2023).

bentuk harmonisasi normatif (*legal harmonization*) yang digunakan dalam sistem keuangan syariah di Indonesia.

Namun demikian, fatwa DSN-MUI Nomor 80/2011 tidak secara spesifik mengatur mekanisme teknis perdagangan saham seperti Auto Rejection Bawah (ARB), batas penurunan harga, atau sistem stabilisasi harga harian. Kekosongan pengaturan teknis ini menimbulkan ruang interpretasi yang luas bagi regulator pasar modal dalam mengimplementasikan kebijakan teknis yang mungkin tidak secara langsung dijelaskan dalam fatwa.

Menurut Burhanuddin Abdullah, perkembangan pasar modal syariah di Indonesia menunjukkan adanya tantangan dalam integrasi antara norma syariah dan regulasi teknis pasar modal modern, terutama karena fatwa lebih banyak bersifat prinsipil (*principle-based regulation*) dibandingkan teknis-operasional.⁴⁵ Hal ini menyebabkan adanya kebutuhan harmonisasi antara fatwa DSN-MUI dengan kebijakan teknis BEI dan OJK.

Dalam konteks inilah muncul konsep *ḥimāyah al-mustahlik*, yaitu prinsip perlindungan terhadap pihak yang bertransaksi. Prinsip ini menekankan bahwa setiap aktivitas ekonomi harus menghindari kerugian yang tidak seimbang (*lā ḍarar wa lā ḍirār*) serta menjamin

⁴⁵ Burhanuddin Abdullah, *Pasar Modal Syariah di Indonesia: Konsep dan Implementasi* (Jakarta: Rajawali Pers, 2020), 112–115.

adanya keadilan dalam transaksi.⁴⁶ Dengan kata lain, perlindungan investor dalam pasar modal syariah tidak hanya bersifat legal formal, tetapi juga bersifat moral dan etis.

Menurut Jasser Auda, *maqāṣid al-syarī‘ah* dalam pendekatan sistem menempatkan perlindungan harta (*ḥifz al-māl*) dan perlindungan jiwa (*ḥifz al-nafs*) sebagai tujuan utama hukum Islam, yang harus diimplementasikan dalam sistem ekonomi modern secara dinamis.⁴⁷ Dalam konteks pasar modal, hal ini berarti bahwa setiap kebijakan termasuk mekanisme perdagangan harus mengarah pada pencegahan kerugian yang tidak proporsional terhadap investor.

Namun dalam praktiknya, terdapat potensi ketegangan antara prinsip syariah yang bersifat normatif dengan kebijakan teknis pasar modal seperti ARB yang bersifat mekanistik. Fatwa DSN-MUI tidak memberikan batasan teknis mengenai fluktuasi harga, sehingga implementasi perlindungan investor sangat bergantung pada regulasi teknis yang dibuat oleh otoritas pasar modal.

Fatwa DSN-MUI Nomor 80/2011 dalam penelitian ini digunakan sebagai dasar normatif untuk menilai kesesuaian kebijakan teknis pasar modal syariah, khususnya ARB, dengan prinsip keadilan dan perlindungan investor dalam Islam.

⁴⁶ Wahbah Zuhaili, *Al-Fiqh al-Islami wa Adillatuh* (Damaskus: Dar al-Fikr, 2018).

⁴⁷ Jasser Auda, *Maqasid al-Shariah as Philosophy of Islamic Law: A Systems Approach* (London: IIIT, 2018 revisi). 212–215.

BAB III

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Bab III ini memuat hasil penelitian dan pembahasan yang merupakan bagian inti dari skripsi yang berfungsi untuk menguraikan temuan berdasarkan bahan hukum yang telah dikumpulkan serta dianalisis secara yuridis normatif. Pembahasan dalam bab ini sendiri adalah berfokus pada kajian mengenai latar belakang penetapan ketentuan Auto Rejection Bawah (ARB) 15% dalam Keputusan Direksi Bursa Efek Indonesia Nomor Kep-00003/BEI/04-2025 serta kesesuaiannya dengan prinsip *ḥimāyah al-mustahlik* dalam Fatwa DSN-MUI Nomor 80/DSN-MUI/III/2011, namun untuk menyajikan data dan analisa yang baik, maka terdapat beberap sub dalam penelitian ini, yang dimulai dengan:

A. Latar Belakang Penetapan Ketentuan Auto Rejection Bawah (ARB) 15% dalam Keputusan Direksi Bursa Efek Indonesia Nomor Kep-00003/BEI/04-2025

Kedudukan Auto Rejection Bawah (ARB) dalam Sistem Perdagangan Saham di Indonesia dapat dipahami sebagai bagian dari mekanisme pengaturan teknis perdagangan. Dalam sistem perdagangan saham, harga terbentuk melalui interaksi antara permintaan dan penawaran yang sangat dinamis, sehingga berpotensi menimbulkan fluktuasi tajam dalam waktu singkat. ARB lalu hadir sebagai pembatasan otomatis yang diterapkan melalui sistem perdagangan elektronik untuk

menahan laju penurunan harga saham agar tidak melampaui batas tertentu dalam satu hari perdagangan.⁴⁸

1. Kedudukan Auto Rejection Bawah (ARB) dalam Sistem Perdagangan Saham di Indonesia

Dalam sistem pasar modal, perdagangan saham dilakukan melalui mekanisme permintaan dan penawaran yang menyebabkan harga saham bergerak secara dinamis mengikuti kondisi pasar. Karakteristik tersebut menjadikan pasar modal memiliki tingkat volatilitas⁴⁹ yang tinggi, terutama ketika terjadi sentimen negatif, ketidakstabilan ekonomi, maupun kepanikan investor dalam melakukan transaksi jual saham secara besar-besaran.⁵⁰ Oleh karena itu, keberadaan regulasi dalam sistem perdagangan saham menjadi penting untuk menjaga stabilitas pasar agar aktivitas perdagangan tetap berjalan secara teratur, wajar, dan efisien sebagaimana tujuan penyelenggaraan pasar modal di Indonesia.

Secara norma, sistem perdagangan saham di Indonesia diatur dalam Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal

⁴⁸ Tavinayati dan Yulianti, *Hukum Pasar Modal di Indonesia* (Jakarta: Sinar Grafika, 2020), 112–115.

⁴⁹ Volatilitas adalah ukuran statistik yang menunjukkan besarnya fluktuasi atau variasi perubahan harga suatu aset keuangan dalam periode tertentu, baik berupa kenaikan maupun penurunan harga. Semakin tinggi tingkat volatilitas, semakin besar ketidakpastian pergerakan harga yang mencerminkan risiko yang dihadapi investor di pasar. Dalam konteks pasar modal, volatilitas sering digunakan untuk mengukur tingkat risiko investasi berdasarkan pergerakan harga historis suatu saham. Jogiyanto Hartono, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi* (Yogyakarta: BPF, 2019), 387–389

⁵⁰ Tavinayati dan Yulia Qamariyanti, *Hukum Pasar Modal di Indonesia* (Jakarta: Sinar Grafika, 2020), 112–115.

yang menjadi dasar hukum utama penyelenggaraan kegiatan pasar modal nasional. Dalam Pasal 3 Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal dijelaskan bahwa:

"Pembinaan, pengaturan, dan pengawasan sehari-hari kegiatan Pasar Modal dilakukan oleh Badan Pengawas Pasar Modal."⁵¹

Pasal 3 Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal pada dasarnya menegaskan bahwa kegiatan pasar modal diselenggarakan dengan tujuan menciptakan perdagangan efek yang teratur, wajar, dan efisien serta melindungi kepentingan pemodal dan masyarakat. Dalam kerangka tersebut, pembinaan, pengaturan, dan pengawasan sehari-hari kegiatan pasar modal dilakukan oleh Badan Pengawas Pasar Modal (Bapepam), yang kini fungsinya telah dialihkan kepada Otoritas Jasa Keuangan (OJK) sesuai perkembangan regulasi sektor keuangan. Dengan demikian, norma dalam Pasal 3 tersebut memberikan dasar yuridis bahwa negara memiliki legitimasi untuk melakukan intervensi dalam rangka menjaga keteraturan dan stabilitas perdagangan efek apabila diperlukan.

Dalam praktik penyelenggaraan pasar modal, kewenangan pengaturan teknis perdagangan saham dilaksanakan oleh Bursa Efek Indonesia sebagai self regulatory organization (SRO). Kedudukan

⁵¹ Pasal 3 Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, (Lembaran Negara Republik Indonesia Tahun 1995 Nomor 64)

BEI sebagai SRO memberikan kewenangan kepada bursa untuk menyusun dan menetapkan peraturan perdagangan efek sepanjang tidak bertentangan dengan peraturan perundang-undangan yang lebih tinggi. Kewenangan tersebut diberikan oleh Undang-Undang Pasar Modal dan dilaksanakan di bawah pengawasan Otoritas Jasa Keuangan sebagai regulator sektor jasa keuangan nasional.⁵² Oleh karena itu, kebijakan teknis seperti Auto Rejection Bawah (ARB) merupakan bagian dari delegated regulation yang dibentuk oleh BEI dalam rangka menjaga keteraturan perdagangan saham di pasar modal Indonesia.

Auto Rejection Bawah (ARB) sendiri merupakan mekanisme penolakan otomatis oleh sistem perdagangan bursa terhadap penawaran jual saham yang melewati batas penurunan harga tertentu dalam satu hari perdagangan. Mekanisme tersebut dijalankan melalui Jakarta Automated Trading System (JATS) sebagai sistem perdagangan elektronik milik BEI. Dalam konteks perdagangan saham, ARB berfungsi sebagai instrumen pembatasan agar harga saham tidak mengalami penurunan secara ekstrem dalam waktu singkat yang berpotensi memicu kepanikan pasar.⁵³ Dengan adanya pembatasan tersebut, regulator berupaya mengendalikan volatilitas

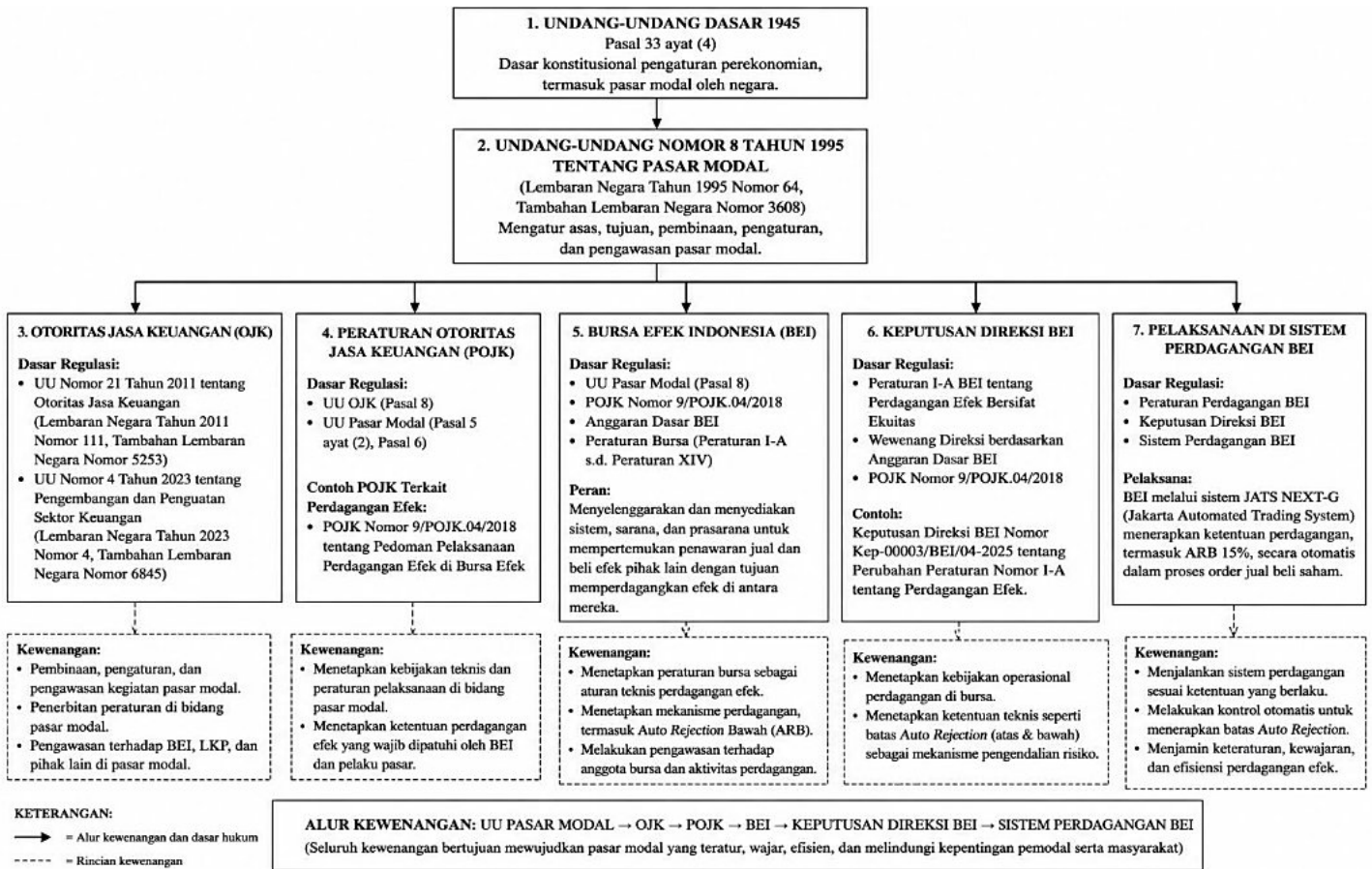
⁵² M. Irsan Nasarudin dkk., *Aspek Hukum Pasar Modal Indonesia* (Jakarta: Kencana, 2019), 45-48

⁵³ Sunariyah, *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal, edisi revisi* (Yogyakarta: UPP STIM YKPN, 2021), 102-104.

harga dan mencegah terjadinya tekanan jual yang tidak terkendali akibat sentimen pasar yang bersifat spekulatif maupun emosional.

Tabel 3.1

Diagram Alur Kewenangan Pasar Modal Indonesia



Sumber dikelola sendiri Penulis

Kedudukan ARB dalam sistem perdagangan saham Indonesia semakin diperkuat melalui Keputusan Direksi Bursa Efek Indonesia Nomor Kep-00003/BEI/04-2025 tentang Peraturan Perdagangan

Efek. Dalam regulasi tersebut ditetapkan bahwa batas Auto Rejection Bawah dan Auto Rejection Atas diberlakukan secara simetris sebesar 15% dari harga acuan saham dalam satu hari perdagangan. Ketentuan tersebut berlaku bagi seluruh papan perdagangan saham baik papan utama, papan pengembangan, maupun papan ekonomi baru.⁵⁴ ARB bukan hanya kebijakan teknis insidental, tetapi telah menjadi bagian integral dari sistem perdagangan saham nasional yang mengikat seluruh pelaku pasar modal di Indonesia.

Secara hierarkis, Keputusan Direksi BEI mengenai ARB merupakan regulasi teknis yang kedudukannya berada di bawah Undang-Undang Pasar Modal dan peraturan OJK. Meskipun demikian, regulasi tersebut memiliki kekuatan mengikat karena diterbitkan berdasarkan kewenangan atribusi yang diberikan oleh peraturan perundang-undangan di bidang pasar modal. Dalam perspektif hukum administrasi negara, keberadaan regulasi teknis seperti ARB menunjukkan adanya pelimpahan kewenangan pengaturan dari negara kepada lembaga self regulatory organization untuk menjaga efektivitas dan fleksibilitas pengaturan pasar modal.⁵⁵

⁵⁴ Bursa Efek Indonesia, Keputusan Direksi Nomor Kep-00003/BEI/04-2025 tentang Peraturan Perdagangan Efek, poin VI.7

⁵⁵ Johnny Ibrahim, *Teori dan Metodologi Penelitian Hukum Normatif* (Malang: Bayumedia, 2019), 95–98

Tabel 3.2

Hierarkis Regulasi Pasar Modal Dan ARB

Tingkat	Dasar Hukum	Pasal Kunci	Keterangan
1	Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal	Pasal 4, 5, 6	Dasar pengaturan dan pengawasan pasar modal di Indonesia
2	Undang-Undang Nomor 21 Tahun 2011 tentang Otoritas Jasa Keuangan	Pasal 6, 7, 8	Memberikan kewenangan OJK dalam pengaturan dan pengawasan sektor pasar modal
3	Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 22/POJK.04/2019 tentang Perdagangan Efek di Bursa Efek	Pasal 2-4	Mengatur ketentuan umum perdagangan efek di bursa sebagai dasar operasional teknis pasar

4	Bursa Efek Indonesia	Keputusan Direksi Nomor Kep- 00003/BEI/04- 2025/ Peraturan II-A (ARB)	Mengatur mekanisme Auto Rejection Bawah (ARB) dalam perdagangan saham
---	-------------------------	---	--

Secara hierarkis, pengaturan mengenai mekanisme Auto Rejection Bawah (ARB) dalam perdagangan saham di Indonesia berlandaskan pada ketentuan peraturan perundang-undangan di bidang pasar modal. Dasar utama pengaturannya terdapat dalam Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, khususnya Pasal 4, Pasal 5, dan Pasal 6 yang memberikan kewenangan pengaturan, pembinaan, dan pengawasan kegiatan pasar modal kepada otoritas yang berwenang.⁵⁶

Kewenangan tersebut kemudian diperkuat melalui Undang-Undang Nomor 21 Tahun 2011 tentang Otoritas Jasa Keuangan, terutama Pasal 6, Pasal 7, dan Pasal 8 yang menegaskan bahwa Otoritas Jasa Keuangan (OJK) memiliki fungsi pengaturan dan

⁵⁶ Pasal 4, Pasal 5, dan Pasal 6 Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal

pengawasan terhadap kegiatan jasa keuangan di sektor pasar modal.⁵⁷ Secara normatif pengaturan perdagangan saham, termasuk pembatasan pergerakan harga saham melalui mekanisme ARB, merupakan bagian dari sistem pengawasan pasar modal yang dibentuk berdasarkan kewenangan atribusi dari undang-undang.

Pengaturan teknis mengenai perdagangan efek di bursa diatur dalam Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 22/POJK.04/2019 tentang Perdagangan Efek di Bursa Efek, khususnya Pasal 2 sampai dengan Pasal 4 yang mengatur prinsip penyelenggaraan perdagangan efek secara teratur, wajar, dan efisien.⁵⁸ Berdasarkan kewenangan tersebut, Bursa Efek Indonesia sebagai self regulatory organization (SRO) memiliki kewenangan untuk menetapkan regulasi teknis operasional melalui Keputusan Direksi Nomor Kep-00003/BEI/04-2025 tentang Perubahan Peraturan Nomor II-A terkait perdagangan efek bersifat ekuitas, termasuk mekanisme ARB.

Selain sebagai instrumen pengendalian perdagangan, ARB juga memiliki kedudukan sebagai bentuk perlindungan hukum preventif terhadap investor. Pembatasan penurunan harga saham melalui mekanisme auto rejection bertujuan mengurangi risiko kerugian investor akibat penurunan harga yang terlalu drastis dalam

⁵⁷ Pasal 6, Pasal 7, dan Pasal 8 Undang Nomor 21 Tahun 2011 tentang Otoritas Jasa Keuangan

⁵⁸ Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 22/POJK.04/2019 tentang Perdagangan Efek di Bursa Efek

waktu singkat. ARB dipandang sebagai shock absorber yang dapat memberikan waktu bagi investor untuk melakukan reassessment terhadap kondisi pasar sebelum mengambil keputusan investasi lanjutan.⁵⁹ Keberadaan ARB tidak semata-mata dimaksudkan untuk membatasi kebebasan pasar, melainkan untuk menjaga stabilitas psikologis pasar dan mencegah kerugian sistemik yang merugikan investor secara luas.

2. Aspek Filosofis dan Yuridis Perihal Penetapan ARB 15%

Penetapan batas Auto Rejection Bawah (ARB) sebesar 15% dalam sistem perdagangan saham Indonesia pada dasarnya dilatarbelakangi oleh kondisi pasar modal yang memiliki tingkat volatilitas tinggi dan sangat dipengaruhi oleh sentimen psikologis investor. Dalam mekanisme perdagangan saham, harga efek dapat bergerak secara fluktuatif akibat perubahan kondisi ekonomi, informasi perusahaan, situasi politik, maupun perilaku spekulatif pelaku pasar. Ketika terjadi sentimen negatif dalam pasar, investor cenderung melakukan aksi jual secara serentak yang berpotensi menyebabkan penurunan harga saham secara drastis dalam waktu singkat.

⁵⁹ Sari, D., dan R. Hidayat, "Volatilitas Harga Saham dan Efektivitas Mekanisme Auto Rejection di Bursa Efek Indonesia," *Jurnal Hukum & Pasar Modal* 7, no. 2 (2023): 112–128

Kondisi demikian tidak hanya mengganggu stabilitas pasar modal, tetapi juga dapat menimbulkan kepanikan massal (*panic selling*⁶⁰) yang berdampak pada hilangnya kepercayaan investor terhadap sistem perdagangan saham nasional.⁶¹

Menurut ekonomi pasar modal, volatilitas yang terlalu tinggi dapat menyebabkan terjadinya market *overreaction*, yaitu kondisi ketika harga saham turun melampaui nilai fundamentalnya akibat dominasi faktor emosional dibandingkan rasionalitas pasar. Situasi tersebut dapat memperbesar risiko kerugian investor, khususnya investor retail yang memiliki keterbatasan akses informasi dan kemampuan mitigasi risiko dibandingkan investor institusional. Regulator pasar modal memandang perlu adanya instrumen pengendalian perdagangan yang dapat berfungsi sebagai shock absorber untuk meredam gejolak pasar jangka pendek. Dalam konteks ini, ARB 15% diposisikan perdagangan saham yang bertujuan memberikan jeda psikologis kepada investor agar keputusan transaksi tidak dilakukan semata-mata berdasarkan kepanikan sesaat.⁶²

⁶⁰ Panic selling adalah kondisi ketika investor menjual saham atau aset secara besar-besaran akibat kepanikan terhadap kondisi pasar, penurunan harga, atau sentimen negatif ekonomi. Tindakan ini dilakukan untuk menghindari kerugian yang lebih besar, meskipun keputusan penjualan sering dipengaruhi faktor emosional dibandingkan analisis rasional. Dalam pasar modal, panic selling dapat menyebabkan penurunan harga saham secara drastis serta meningkatkan volatilitas perdagangan. Sunaryah, *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal* (Yogyakarta: UPP STIM YKPN, 2011), 158.

⁶¹ Eduardus Tandelilin, *Pasar Modal: Manajemen Portofolio dan Investasi* (Yogyakarta: Kanisius, 2017), 29–31

⁶² Jogiyanto Hartono, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi* (Yogyakarta: BPFE, 2019), 387–390.

Selain faktor volatilitas pasar, penetapan ARB 15% juga dilatarbelakangi oleh kebutuhan menjaga stabilitas sistem perdagangan nasional. Pasar modal merupakan bagian dari sistem keuangan negara yang memiliki keterkaitan dengan stabilitas ekonomi secara luas. Apabila terjadi penurunan harga saham secara ekstrem dan tidak terkendali, maka dampaknya tidak hanya dirasakan oleh investor individual, tetapi juga dapat memengaruhi stabilitas lembaga keuangan, kepercayaan pasar, dan kondisi ekonomi nasional. Dalam kondisi tertentu, gejolak pasar modal bahkan dapat memicu systemic risk yang berpotensi mengganggu stabilitas sistem keuangan secara keseluruhan.⁶³

Aspek lain yang menjadi latar belakang adanya kebijakan ARB 15% juga lahir dari kebutuhan untuk memberikan perlindungan hukum terhadap investor retail sebagai pihak yang paling mengalami kerugian akibat gejolak pasar. Dalam praktik perdagangan saham, investor retail sering kali menjadi pihak yang paling terdampak ketika terjadi tekanan jual besar-besaran karena keterbatasan informasi dan kemampuan analisis pasar. Ketika harga saham turun secara ekstrem tanpa pengendalian, investor retail berpotensi mengalami kerugian dalam waktu singkat akibat keputusan investasi yang dipengaruhi

⁶³ Dahlan Siamat, *Manajemen Lembaga Keuangan* (Jakarta: Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia, 2018), 412–414

kepanikan pasar. Dengan adanya pembatasan ARB, mekanisme perlindungan preventif agar investor memiliki waktu untuk mempertimbangkan kembali keputusan investasinya secara lebih rasional.⁶⁴

Secara filosofis, penerapan ARB 15% mencerminkan adanya keseimbangan antara prinsip kebebasan pasar dan kewajiban negara dalam melindungi kepentingan umum. Dalam teori pasar bebas, harga saham pada dasarnya dibentuk melalui mekanisme permintaan dan penawaran tanpa campur tangan pihak lain. Akan tetapi, kebebasan pembentukan harga tersebut tidak dapat dilepaskan dari kebutuhan menjaga keteraturan dan stabilitas pasar. Negara tetap memiliki legitimasi untuk melakukan pembatasan tertentu apabila mekanisme pasar berpotensi menimbulkan ketidakteraturan, kepanikan, maupun kerugian sistemik bagi masyarakat.⁶⁵ Pembatasan melalui mekanisme ARB dipandang sebagai bentuk intervensi yang sah sepanjang bertujuan menjaga kepentingan umum, stabilitas ekonomi, dan perlindungan investor dalam sistem perdagangan saham nasional.

Menurut kaca hukum pasar modal, legitimasi penerapan ARB 15% juga didasarkan pada kewenangan Bursa Efek Indonesia sebagai *self regulatory organization (SRO)*. Berdasarkan Undang-Undang

⁶⁴ Adrian Sutedi, *Pasar Modal Syariah: Sarana Investasi Keuangan Berdasarkan Prinsip Syariah* (Jakarta: Sinar Grafika, 2019), 76–79

⁶⁵ Satjipto Rahardjo, *Ilmu Hukum* (Bandung: Citra Aditya Bakti, 2014), 53–55

Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, bursa efek memiliki kewenangan untuk mengatur jalannya perdagangan efek melalui pembentukan peraturan teknis perdagangan. Kewenangan tersebut merupakan bentuk *delegated authority*⁶⁶ yang diberikan oleh negara agar pengaturan pasar modal dapat dilakukan secara fleksibel sesuai perkembangan dinamika pasar.⁶⁷ Dalam pelaksanaannya, kewenangan BEI tetap berada di bawah pengawasan Otoritas Jasa Keuangan sebagai regulator utama sektor jasa keuangan.

Keputusan Direksi Bursa Efek Indonesia Nomor Kep-00003/BEI/04-2025 pada dasarnya merupakan bentuk *delegated regulation* yang bersifat teknis administratif dalam penyelenggaraan perdagangan efek. Regulasi tersebut mengatur batas penolakan otomatis terhadap penawaran jual dan permintaan beli saham yang melebihi persentase tertentu dari harga acuan. Dalam perspektif hukum administrasi, *delegated regulation* dibenarkan sepanjang pembentukannya didasarkan pada kewenangan yang sah dan bertujuan melaksanakan ketentuan peraturan perundang-undangan yang lebih tinggi.⁶⁸ Meskipun ARB merupakan pembatasan terhadap

⁶⁶ *Delegated authority* adalah pelimpahan kewenangan dari suatu lembaga atau otoritas yang lebih tinggi kepada lembaga lain untuk melaksanakan fungsi tertentu berdasarkan ketentuan peraturan perundang-undangan. Dalam konteks pasar modal, pelimpahan kewenangan ini memungkinkan lembaga self regulatory organization seperti Bursa Efek Indonesia menetapkan regulasi teknis guna menjaga efektivitas dan stabilitas perdagangan. Philipus M. Hadjon et al., *Pengantar Hukum Administrasi Indonesia* (Yogyakarta: Gadjah Mada University Press, 2011), 130–132.

⁶⁷ , Pasal 9 Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal

⁶⁸ Philipus M. Hadjon, *Pengantar Hukum Administrasi Indonesia* (Yogyakarta: Gadjah

mekanisme transaksi saham, keberadaannya tetap memiliki legitimasi hukum karena dimaksudkan untuk menjaga keteraturan pasar dan melindungi kepentingan investor secara kolektif.

Meskipun demikian, penerapan ARB 15% tetap menimbulkan perdebatan mengenai sejauh mana regulator dapat melakukan intervensi terhadap mekanisme pembentukan harga saham. Di satu sisi, pembatasan harga dianggap penting untuk menjaga stabilitas pasar dan mengurangi risiko kepanikan investor. Akan tetapi, di sisi lain, pembatasan tersebut dinilai dapat menghambat mekanisme pasar yang alamiah serta membatasi kebebasan investor dalam melakukan transaksi.

Dalam konteks ini muncul pertanyaan mengenai batas ideal intervensi negara terhadap perdagangan saham, khususnya terkait apakah pembatasan harga masih dapat dikategorikan sebagai bentuk perlindungan investor atau justru menjadi hambatan terhadap prinsip pasar bebas.⁶⁹ Perdebatan tersebut menunjukkan bahwa kebijakan ARB 15% bukan hanya persoalan teknis perdagangan, melainkan juga menyangkut aspek filosofis dan yuridis mengenai hubungan antara stabilitas pasar, kebebasan transaksi, dan perlindungan hukum investor dalam sistem pasar modal Indonesia.

Mada University Press, 2015), 130–132.

⁶⁹ Munir Fuady, *Pasar Modal Modern: Tinjauan Hukum* (Bandung: Citra Aditya Bakti, 2017), 95–99

B. Analisis Ketentuan Auto Rejection Bawah (ARB) 15% pada Saham Syariah Perspektif Himayah Al-Mustahlik dalam Fatwa DSN-MUI Nomor 80/DSN-MUI/III/2011

1. Konsep Umum Himayah Al-Mustahlik

Konsep *himayah al-mustahlik* pada dasarnya merupakan prinsip perlindungan terhadap konsumen atau pihak yang menggunakan suatu barang, jasa, maupun instrumen transaksi dalam kegiatan ekonomi Islam. Dalam perkembangan hukum ekonomi syariah modern, konsep ini tidak hanya terbatas pada perlindungan konsumen dalam perdagangan barang dan jasa, tetapi juga mencakup perlindungan investor dalam aktivitas keuangan dan pasar modal syariah. Perlindungan tersebut bertujuan menjaga hak-hak pihak yang bertransaksi agar terhindar dari praktik yang merugikan, manipulatif, maupun eksploitatif⁷⁰ *Himayah al-mustahlik* memiliki kedudukan penting dalam sistem ekonomi Islam karena berkaitan langsung dengan prinsip keadilan dan kemaslahatan dalam aktivitas muamalah.

Perlindungan terhadap pihak yang melakukan transaksi merupakan bagian dari tujuan utama syariat (*maqashid syariah*). Salah satu tujuan utama syariat adalah menjaga harta (*hifz al-mal*), yaitu memastikan bahwa kepemilikan dan penggunaan harta

⁷⁰ Yusuf al-Qaradawi, *Dawr al-Qiyam wa al-Akhlāq fī al-Iqtisād al-Islāmī* (Kairo: Maktabah Wahbah, 1995), 221–223.

dilakukan secara sah, adil, dan tidak menimbulkan kerugian yang zalim bagi pihak lain. Prinsip tersebut menunjukkan bahwa Islam tidak hanya mengatur legalitas transaksi secara formal, tetapi juga memperhatikan dampak ekonomi dan sosial yang ditimbulkan dari suatu aktivitas muamalah.⁷¹ Perlindungan investor dalam pasar modal syariah merupakan bagian dari implementasi maqāsid al-syarī‘ah karena berkaitan dengan perlindungan hak kepemilikan harta dan keamanan aktivitas investasi.

Konsep *himayah al-mustahlik* juga lahir dari prinsip dasar bahwa aktivitas ekonomi dalam Islam harus dibangun atas asas keadilan (*‘adl*) dan keseimbangan. Al-Qur’an menegaskan bahwa setiap aktivitas ekonomi tidak boleh dilakukan dengan cara yang batil maupun merugikan pihak lain. Prinsip tersebut tercermin dalam firman Allah SWT. dalam QS. An-Nisa’ ayat 29 yang berbunyi:

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ
مِّنكُمْ وَلَا تَقْتُلُوا أَنْفُسَكُمْ إِنَّ اللَّهَ كَانَ بِكُمْ رَحِيمًا

Artinya:

“Wahai orang-orang yang beriman, janganlah kamu memakan harta sesamamu dengan cara yang batil (tidak benar), kecuali berupa

⁷¹ Abu Ishaq al-Syatibi, *Al-Muwāfaqāt fi Uṣūl al-Syarī‘ah*, Juz II (Beirut: Dār al-Kutub al-‘Ilmiyyah, 2004), 8–10.

perniagaan atas dasar suka sama suka di antara kamu. Janganlah kamu membunuh dirimu. Sesungguhnya Allah adalah Maha Penyayang kepadamu.” (QS. An-Nisa’ ayat 29)

Dalam ayat diatas, tentunya terdapat ketentuan yang melarang pengambilan harta orang lain secara tidak sah. Dalam konteks ekonomi modern, larangan tersebut, sehingga dalam konteks tema skripsi ini bisa dipahami sebagai larangan terhadap praktik manipulasi pasar, eksploitasi ekonomi, maupun transaksi yang menyebabkan kerugian sepihak terhadap investor.⁷² Perlindungan terhadap investor dalam pasar modal syariah bukan hanya persoalan teknis perdagangan, melainkan bagian dari implementasi prinsip keadilan dalam hukum ekonomi Islam.

Konsep *himayah al-mustahlik* juga berkaitan erat dengan prinsip kemaslahatan (*maslahah*). Dalam teori hukum Islam, setiap kebijakan ekonomi harus diarahkan untuk mewujudkan kemanfaatan umum dan mencegah terjadinya kerusakan (*mafsadah*). Sehingga, regulasi dalam aktivitas ekonomi syariah pada dasarnya bertujuan menjaga keseimbangan antara kebebasan individu dan kepentingan kolektif masyarakat. Dalam konteks pasar modal, perlindungan investor diperlukan agar aktivitas perdagangan saham tidak berubah

⁷² Wahbah az-Zuhaili, *Al-Fiqh al-Islāmī wa Adillatuh*, Juz IV (Damaskus: Dār al-Fikr, 2006), 286–288

menjadi sarana spekulasi yang merugikan masyarakat luas.⁷³ Maka, penerapan regulasi pasar modal syariah pada hakikatnya merupakan upaya menjaga kemaslahatan sistem ekonomi sekaligus melindungi hak investor dari potensi kerugian yang tidak adil.

Dalam hukum ekonomi syariah, negara dan otoritas pasar memiliki tanggung jawab untuk mencegah praktik ekonomi yang menimbulkan kezaliman dan ketidakstabilan pasar. Konsep tersebut dikenal melalui institusi *al-hisbah* dalam tradisi pemerintahan Islam yang berfungsi melakukan pengawasan terhadap aktivitas perdagangan dan pasar. Fungsi pengawasan tersebut mencakup pencegahan penipuan, manipulasi harga, penimbunan barang, dan segala bentuk praktik ekonomi yang merugikan masyarakat. Dalam konteks pasar modal modern, fungsi tersebut dapat dianalogikan dengan peran regulator pasar modal dan otoritas bursa dalam menjaga keteraturan perdagangan saham.⁷⁴

Prinsip perlindungan dalam *himayah al-mustahlik* tidak hanya berkaitan dengan perlindungan material terhadap kerugian ekonomi, tetapi juga mencakup perlindungan terhadap hak-hak transaksi investor. Dalam transaksi pasar modal, investor memiliki hak untuk memperoleh informasi yang benar, melakukan transaksi secara bebas,

⁷³ Al-Mawardi, *Al-Ahkām al-Sultāniyyah* (Beirut: Dār al-Fikr, 1985), 240–242

⁷⁴ Mustafa Edwin Nasution dkk., *Pengenalan Eksklusif Ekonomi Islam* (Jakarta: Kencana, 2017), 163–165

dan mengelola asetnya tanpa adanya hambatan yang bersifat zalim. Perlindungan investor dalam perspektif syariah tidak cukup hanya dilakukan melalui pembatasan kerugian finansial, tetapi juga harus menjamin adanya keadilan prosedural dalam mekanisme perdagangan saham.⁷⁵ Dengan demikian, setiap regulasi pasar modal syariah harus mempertimbangkan keseimbangan antara perlindungan sistem pasar dan perlindungan hak investor sebagai pemilik aset.

Konsep *himayah al-mustahlik* juga berkaitan erat dengan kaidah fikih “*la ḍarar wa la dirar*” yang berarti tidak boleh menimbulkan bahaya bagi diri sendiri maupun orang lain. Kaidah tersebut menjadi dasar penting dalam hukum ekonomi Islam untuk melarang segala bentuk transaksi yang berpotensi menimbulkan kerugian tidak proporsional bagi pihak tertentu. Dalam konteks pasar modal syariah, kaidah tersebut mengharuskan regulator dan pelaku pasar menghindari praktik perdagangan yang dapat menciptakan ketidakadilan maupun kerugian sistemik bagi investor⁷⁶. Kebijakan perdagangan saham syariah idealnya dirancang untuk meminimalkan risiko kerugian yang bersifat eksploitatif dan menjaga stabilitas transaksi pasar.

⁷⁵ Jalaluddin as-Suyuthi, *Al-Asybah wa al-Nazā'ir* (Beirut: Dār al-Kutub al-'Ilmiyyah, 1998), 83–84

⁷⁶ Fatwa Nomor 80/DSN-MUI/III/2011 tentang Penerapan Prinsip Syariah dalam Mekanisme Perdagangan Efek Bersifat Ekuitas di Pasar Reguler Bursa Efek

Dalam perkembangan pasar modal syariah di Indonesia, prinsip perlindungan investor telah diakomodasi dalam berbagai regulasi dan fatwa syariah, termasuk Fatwa DSN-MUI Nomor 80/DSN-MUI/III/2011 tentang Penerapan Prinsip Syariah dalam Mekanisme Perdagangan Efek Bersifat Ekuitas di Pasar Reguler Bursa Efek. Fatwa tersebut menegaskan bahwa perdagangan saham syariah harus dilaksanakan secara wajar, adil, dan bebas dari unsur manipulasi. Ketentuan tersebut menunjukkan bahwa perlindungan investor merupakan bagian integral dari sistem perdagangan saham syariah.⁷⁷ Konsep *himayah al-mustahlik* memiliki relevansi langsung terhadap pengaturan mekanisme perdagangan saham dalam pasar modal syariah Indonesia.

2. Prinsip Perdagangan Saham Syariah dalam Fatwa DSN-MUI Nomor 80/DSN-MUI/III/2011

Prinsip perdagangan saham syariah dalam Fatwa Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia Nomor 80/DSN-MUI/III/2011 menempatkan mekanisme perdagangan efek sebagai aktivitas muamalah yang harus tunduk pada prinsip syariah secara ketat, khususnya dalam aspek keadilan, transparansi, dan

⁷⁷ Oni Sahroni dan Adiwirman A. Karim, *Maqashid Bisnis dan Keuangan Islam* (Jakarta: RajaGrafindo Persada, 2017), 201–203

keterhindaran dari unsur manipulasi pasar. Dalam bagian ketentuan umum fatwa ditegaskan bahwa:

“Perdagangan Efek Bersifat Ekuitas di Pasar Reguler Bursa Efek dilakukan berdasarkan prinsip syariah, yaitu tidak mengandung riba, gharar, maysir, tadlis, najasy, dan tidak bertentangan dengan prinsip keadilan serta kemaslahatan.”⁷⁸

Kutipan ini menunjukkan bahwa seluruh aktivitas perdagangan saham syariah tidak hanya dinilai dari keabsahan objek transaksi, tetapi juga dari mekanisme pembentukan harga dan perilaku pasar yang melingkupinya. Prinsip syariah tidak sekadar menjadi label, tetapi menjadi standar normatif yang mengikat seluruh sistem perdagangan agar tidak keluar dari koridor keadilan dan kemaslahatan.

Lebih lanjut, fatwa tersebut menegaskan bahwa mekanisme pembentukan harga harus berlangsung secara alami melalui interaksi permintaan dan penawaran. Dalam ketentuan lain dinyatakan bahwa:

⁷⁸ Fatwa Nomor 80/DSN-MUI/III/2011 tentang Penerapan Prinsip Syariah dalam Mekanisme Perdagangan Efek Bersifat Ekuitas di Pasar Reguler Bursa Efek

“Harga Efek Bersifat Ekuitas ditentukan berdasarkan mekanisme pasar yang wajar melalui kekuatan penawaran dan permintaan yang berlangsung secara transparan.”⁷⁹

Penjelasan tersebut tentunya mengandung implikasi penting bahwa pasar dalam perspektif syariah harus dibiarkan bekerja secara natural tanpa distorsi yang bersifat manipulatif. Mekanisme harga yang terbentuk secara wajar mencerminkan prinsip at-taman al-‘ādil, yaitu harga yang mencerminkan nilai riil pasar tanpa rekayasa. Oleh karena itu, setiap intervensi yang menyebabkan harga tidak terbentuk secara alamiah harus diuji secara ketat berdasarkan prinsip keadilan dalam muamalah.

Selain itu, fatwa juga secara tegas melarang praktik manipulasi pasar yang dapat merusak keseimbangan harga. Dalam ketentuan umum disebutkan bahwa:

“Transaksi Efek Bersifat Ekuitas harus dilakukan tanpa adanya rekayasa permintaan maupun penawaran (najasy) yang dapat mempengaruhi harga pasar secara tidak wajar.”⁸⁰

⁷⁹ Fatwa Nomor 80/DSN-MUI/III/2011 tentang Penerapan Prinsip Syariah dalam Mekanisme Perdagangan Efek Bersifat Ekuitas di Pasar Reguler Bursa Efek

⁸⁰ Fatwa Nomor 80/DSN-MUI/III/2011 tentang Penerapan Prinsip Syariah dalam Mekanisme Perdagangan Efek Bersifat Ekuitas di Pasar Reguler Bursa Efek

Larangan ini memperjelas bahwa setiap bentuk intervensi yang menciptakan ilusi pasar atau permintaan semu merupakan tindakan yang bertentangan dengan prinsip syariah. Dalam konteks pasar modern, praktik seperti ini dapat berupa manipulasi harga, rekayasa order, atau tekanan pasar yang tidak mencerminkan kondisi fundamental. Oleh karena itu, integritas pasar menjadi elemen yang sangat penting dalam menjaga keabsahan transaksi saham syariah.

Prinsip berikutnya yang menjadi dasar dalam fatwa ini adalah larangan terhadap segala bentuk ketidakjelasan (*gharar*) dan perjudian (*maysir*). Dalam fatwa ditegaskan bahwa:

“Transaksi efek tidak boleh mengandung unsur gharar (ketidakjelasan yang berlebihan) dan maysir (spekulasi yang menyerupai perjudian).”⁸¹

Ketentuan ini menunjukkan bahwa pasar modal syariah tidak dapat dibangun di atas ketidakpastian yang berlebihan atau spekulasi yang tidak berbasis pada informasi yang jelas. Stabilitas informasi dan keterbukaan pasar menjadi prasyarat penting dalam menjaga kesesuaian transaksi dengan prinsip syariah. Dalam konteks ini, perlindungan investor tidak hanya bersifat finansial, tetapi juga

⁸¹ Fatwa Nomor 80/DSN-MUI/III/2011 tentang Penerapan Prinsip Syariah dalam Mekanisme Perdagangan Efek Bersifat Ekuitas di Pasar Reguler Bursa Efek

perlindungan terhadap kualitas informasi yang digunakan dalam pengambilan keputusan investasi.

Selain aspek larangan, fatwa juga menekankan pentingnya prinsip keadilan ('adl) dalam seluruh proses perdagangan efek. Disebutkan bahwa:

*“Seluruh transaksi harus dilakukan secara adil, transparan, dan tidak merugikan salah satu pihak secara tidak proporsional.”*⁸²

Prinsip ini menunjukkan bahwa keadilan dalam pasar modal syariah tidak hanya dilihat dari hasil akhir transaksi, tetapi juga dari proses yang melingkupinya. Dengan demikian, jika terdapat mekanisme pasar yang menyebabkan salah satu pihak kehilangan hak transaksi secara tidak wajar, maka hal tersebut perlu dievaluasi dari perspektif keadilan syariah.

Jika dianalisis lebih jauh, prinsip-prinsip tersebut menunjukkan bahwa sistem pasar modal syariah dibangun di atas tiga fondasi utama, yaitu keadilan, transparansi, dan kebebasan transaksi yang bertanggung jawab. Kebebasan bertransaksi (*hurriyah al-ta'āqud*) tetap diakui, namun tidak bersifat absolut karena dibatasi

⁸² Fatwa Nomor 80/DSN-MUI/III/2011 tentang Penerapan Prinsip Syariah dalam Mekanisme Perdagangan Efek Bersifat Ekuitas di Pasar Reguler Bursa Efek

oleh prinsip larangan terhadap kerugian (*lā ḍarar wa lā ḍirār*). Dengan demikian, setiap bentuk regulasi dalam pasar modal harus mampu menjaga keseimbangan antara kebebasan individu dan perlindungan kolektif.

Dalam konteks implementasi, prinsip keterbukaan informasi menjadi faktor yang sangat menentukan dalam menjaga integritas pasar syariah. Informasi yang tidak simetris dapat menyebabkan ketidakadilan dalam pengambilan keputusan investasi, sehingga berpotensi menimbulkan kerugian bagi investor tertentu. Oleh karena itu, pasar modal syariah menuntut adanya sistem informasi yang transparan, akurat, dan dapat diakses secara merata oleh seluruh pelaku pasar.

Apabila seluruh prinsip dalam fatwa ini dianalisis secara sistematis, maka dapat dipahami bahwa tujuan utama dari pengaturan perdagangan saham syariah bukan hanya menciptakan efisiensi pasar, tetapi juga menjaga integritas moral dan keadilan transaksi. Dengan demikian, pasar modal syariah tidak hanya berfungsi sebagai instrumen ekonomi, tetapi juga sebagai sistem yang menginternalisasikan nilai-nilai etika Islam dalam praktik perdagangan modern.

Pada akhirnya, seluruh ketentuan dalam fatwa menunjukkan bahwa sistem perdagangan saham syariah harus berjalan dalam keseimbangan antara mekanisme pasar bebas dan pengawasan syariah yang ketat. Oleh sebab itu, setiap kebijakan teknis dalam pasar modal, termasuk pembatasan harga seperti Auto Rejection Bawah (ARB), harus dievaluasi secara kritis berdasarkan sejauh mana kebijakan tersebut mendukung terwujudnya prinsip keadilan, transparansi, dan perlindungan investor sebagaimana yang dikehendaki dalam Fatwa DSN-MUI Nomor 80/DSN-MUI/III/2011.

3. Analisis Kesesuaian ARB 15% dengan Prinsip Himayah al-Mustahlik dalam Fatwa DSN-MUI Nomor 80/DSN-MUI/III/2011

Dalam analisis ini terdapat dua variabel utama yang menjadi dasar pengujian, yaitu yang pertama adalah prinsip *himayah al-mustahlik* dalam hukum ekonomi syariah, dan yang kedua adalah ketentuan perdagangan saham syariah dalam Fatwa Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia Nomor 80/DSN-MUI/III/2011. Kedua variabel ini digunakan untuk menilai apakah kebijakan Auto Rejection Bawah (ARB) 15% dalam Keputusan Direksi Bursa Efek Indonesia telah sesuai secara filosofis, normatif, dan fungsional dalam perlindungan investor syariah.

Analisa yang pertama adalah perihal bagaimana prinsip *himayah al-mustahlik*, mencakup prinsip perlindungan investor/konsumen yang dalam hukum ekonomi Islam meliputi empat aspek utama: perlindungan harta, keadilan, kemaslahatan, serta larangan menimbulkan kerugian. Prinsip ini menegaskan bahwa setiap kebijakan ekonomi tidak hanya dinilai dari stabilitas sistem, tetapi juga dari dampaknya terhadap hak individu dalam bertransaksi secara adil dan bebas. Sebagaimana dijelaskan oleh Al-Syatibi, tujuan syariah adalah mewujudkan kemaslahatan manusia dan menghindarkan mereka dari kerusakan dalam aspek agama, jiwa, akal, keturunan, dan harta.⁸³ Dalam konteks pasar modal, perlindungan investor berarti menjaga agar tidak terjadi kehilangan hak ekonomi secara tidak proporsional akibat mekanisme pasar maupun intervensi regulator.

Pertama dari sisi Perlindungan Harta, Dalam perspektif *himāyah al-mustahlik*, kebijakan penyesuaian batas Auto Rejection Bawah (ARB) menjadi 15% sebagaimana diatur dalam Keputusan Direksi Bursa Efek Indonesia Nomor Kep-00003/BEI/04-2025 dapat dipahami sebagai instrumen perlindungan terhadap harta investor. Dalam hukum ekonomi Islam, perlindungan harta merupakan salah

⁸³ Abu Ishaq al-Syatibi, *Al-Muwāfaqāt fī Uṣūl al-Syarī‘ah* (Beirut: Dār al-Kutub al-‘Ilmiyyah, 2004), 12–15

satu tujuan utama yang menekankan pentingnya menjaga kekayaan dari kerusakan dan kerugian yang berlebihan.⁸⁴ Pembatasan penurunan harga saham melalui mekanisme ARB bertujuan mengurangi tekanan jual berlebihan (panic selling) yang dapat menyebabkan kerugian besar bagi investor dalam waktu singkat. Dengan adanya pembatasan tersebut, pasar diberi ruang untuk melakukan penyesuaian harga secara lebih terkendali sehingga potensi kerugian ekstrem dapat diminimalisasi.

Selain itu, penerapan ARB 15% juga mencerminkan upaya preventif dalam menjaga stabilitas nilai aset investor di tengah volatilitas pasar. Dalam Islam, harta tidak hanya dipandang sebagai kepemilikan individu, tetapi juga memiliki fungsi sosial yang harus dijaga keberlangsungannya agar tidak hilang akibat praktik spekulatif yang merugikan.⁸⁵ Kebijakan pembatasan penurunan harga saham dapat dipandang sejalan dengan prinsip *sadd al-dharī'ah*, yaitu mencegah terjadinya kerusakan sebelum dampak yang lebih besar muncul. Dalam konteks pasar modal syariah, mekanisme tersebut berfungsi sebagai alat mitigasi risiko untuk menjaga keberlangsungan aktivitas investasi yang sehat, teratur, dan stabil.

⁸⁴ Abū Ishāq al-Shāṭibī, *Al-Muwāfaqāt fī Uṣūl al-Sharī'ah*, vol. 2 (Beirut: Dār al-Kutub al-‘Ilmiyyah, 2004), 8–10.

⁸⁵ Wahbah al-Zuhaylī, *Al-Fiqh al-Islāmī wa Adillatuh*, vol. 4 (Damascus: Dār al-Fikr, 1989), 2867–2869.

Kedua perihal dengan Keadilan (*‘Adl*), Prinsip keadilan (*‘adl*) dalam *himāyah al-mustahlik* menekankan bahwa setiap aktivitas ekonomi harus menciptakan keseimbangan hak dan kewajiban antar pihak dalam pasar. Kebijakan ARB 15% bertujuan menciptakan perdagangan yang lebih adil dengan mencegah dominasi kepanikan pasar yang dapat merugikan investor tertentu, terutama investor ritel yang memiliki keterbatasan akses informasi dibanding investor institusional.⁸⁶ Dalam kondisi pasar yang mengalami penurunan tajam, pembatasan pergerakan harga saham memberi kesempatan bagi seluruh pelaku pasar untuk melakukan analisis secara lebih rasional sebelum mengambil keputusan investasi. Dengan demikian, mekanisme ARB berfungsi menjaga kesetaraan posisi investor dalam proses perdagangan efek.

Di sisi lain, konsep keadilan dalam ekonomi Islam berkaitan dengan larangan tindakan yang menimbulkan kezaliman (*ẓulm*) dan ketidakpastian berlebihan (*gharar*). Ketika harga saham mengalami penurunan ekstrem tanpa kontrol, kondisi tersebut berpotensi menciptakan ketidakadilan akibat tekanan psikologis pasar yang mendorong investor menjual saham di bawah nilai wajarnya. Oleh karena itu, keberadaan ARB dapat dipandang sebagai bentuk regulasi

⁸⁶ Yusuf al-Qaradawi, *Dawr al-Qiyam wa al-Akhlāq fī al-Iqtisād al-Islāmī* (Cairo: Maktabah Wahbah, 1995), 176–178.

untuk mengurangi praktik perdagangan yang bersifat destruktif dan menjaga agar mekanisme pasar tetap berjalan secara proporsional. Dalam konteks ini, kebijakan BEI tidak semata-mata membatasi kebebasan pasar, tetapi menjaga terciptanya keadilan substantif bagi seluruh investor.⁸⁷

Kemaslahatan, prinsip *maṣlahah* dalam hukum ekonomi Islam menempatkan kemanfaatan umum sebagai tujuan utama pembentukan suatu kebijakan ekonomi. Penyesuaian batas ARB menjadi 15% dapat dipahami sebagai upaya menciptakan stabilitas pasar modal guna melindungi kepentingan kolektif investor dan menjaga keberlangsungan sistem perdagangan saham.⁸⁸ Ketika pasar mengalami tekanan ekstrem, pembatasan penurunan harga saham berfungsi mencegah kepanikan massal yang dapat mengganggu stabilitas ekonomi secara lebih luas. Dengan demikian, kebijakan tersebut tidak hanya melindungi investor individu, tetapi juga menjaga kepercayaan publik terhadap sistem pasar modal nasional.⁸⁹

Jika dikaitkan pada teori *maqāṣid al-syarī'ah*, suatu kebijakan dinilai sah apabila menghasilkan manfaat yang lebih besar dibanding

⁸⁷ Adiwarmanto A. Karim, *Ekonomi Mikro Islam* (Jakarta: Rajawali Pers, 2015), 153–156.

⁸⁸ Al-Ghazālī, *Al-Mustasfā min 'Ilm al-Uṣūl*, vol. 1 (Beirut: Dār al-Kutub al-'Ilmiyyah, 1993), 286–287.

⁸⁹ M. Ali Hasan, *Berbagai Macam Transaksi dalam Islam* (Jakarta: RajaGrafindo Persada, 2004), 167–169.

mudarat yang ditimbulkan. Penerapan ARB 15% menunjukkan adanya orientasi regulator untuk menjaga keteraturan pasar dan menghindari kerusakan sistemik akibat volatilitas berlebihan. Karena itu, kebijakan tersebut dapat dikategorikan sebagai bentuk masalah mursalah, yaitu kebijakan yang tidak disebutkan secara eksplisit dalam nash, tetapi dibentuk demi menjaga kepentingan umum dan stabilitas ekonomi masyarakat.

Keempat, Larangan Menimbulkan Kerugian yang menegaskan bahwa suatu aktivitas ekonomi tidak boleh menimbulkan kerugian bagi diri sendiri maupun pihak lain. Dalam konteks pasar modal, penurunan harga saham secara drastis tanpa pembatasan dapat menyebabkan kerugian besar yang berdampak luas terhadap investor, stabilitas pasar, dan kepercayaan publik. Penerapan ARB 15% merupakan bentuk kebijakan preventif untuk mengurangi potensi kerugian sistemik akibat tekanan jual yang tidak terkendali. Regulasi tersebut memberikan jeda psikologis dan teknis bagi pasar agar proses perdagangan berlangsung lebih tertib dan rasional.⁹⁰

Selain itu, prinsip ini juga menekankan pentingnya pencegahan terhadap praktik ekonomi yang dapat menciptakan dampak destruktif bagi masyarakat. Dalam situasi pasar yang

⁹⁰ Wahbah al-Zuhaylī, *Nazariyyat al-Ḍamān* (Damascus: Dār al-Fikr, 1998), 112–114.

mengalami kepanikan, investor sering mengambil keputusan emosional yang justru memperbesar kerugian kolektif.⁹¹ Dengan adanya pembatasan ARB, BEI berupaya mencegah terjadinya kerusakan pasar yang lebih luas serta melindungi investor dari risiko kerugian berlebihan akibat volatilitas ekstrem. Dengan demikian, kebijakan ARB 15% dapat dipandang sejalan dengan prinsip perlindungan konsumen dalam hukum ekonomi Islam yang bertujuan menciptakan keamanan dan kestabilan transaksi.⁹²

Untuk analisa yang kedua adalah bagaimana Fatwa DSN-MUI Nomor 80/DSN-MUI/III/2011 yang menekankan bahwa perdagangan saham syariah harus memenuhi prinsip at-tamān al-‘ādil (harga yang adil), transparansi, bebas dari najasy, gharar, dan maysir, serta menjamin kebebasan transaksi yang bertanggung jawab. Dalam fatwa tersebut ditegaskan bahwa:

Prinsip perdagangan saham syariah dalam Fatwa Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia Nomor 80/DSN-MUI/III/2011 menempatkan mekanisme perdagangan efek sebagai aktivitas muamalah yang wajib tunduk pada prinsip-prinsip syariah,

⁹¹ Yusuf al-Qaradawi, *Fiqh al-Mu‘āmalāt al-Māliyyah al-Mu‘āṣirah* (Cairo: Maktabah Wahbah, 2006), 92–94.

⁹² Adiwarmanto A. Karim, *Bank Islam: Analisis Fiqih dan Keuangan* (Jakarta: RajaGrafindo Persada, 2016), 97–100.

khususnya keadilan, transparansi, dan keterhindaran dari praktik manipulasi pasar. Dalam bagian ketentuan umum fatwa ditegaskan:

*“Perdagangan Efek Bersifat Ekuitas di Pasar Reguler Bursa Efek dilakukan berdasarkan prinsip syariah, yaitu tidak mengandung riba, gharar, maysir, tadlis, najasy, dan tidak bertentangan dengan prinsip keadilan serta kemaslahatan.”*⁹³

Ketentuan tersebut menunjukkan bahwa perdagangan saham syariah tidak hanya dinilai dari aspek kehalalan objek investasi, tetapi juga dari mekanisme pasar yang membentuk harga saham. Dalam konteks kebijakan Auto Rejection Bawah (ARB) 15% sebagaimana diatur dalam Keputusan Direksi Bursa Efek Indonesia Nomor Kep-00003/BEI/04-2025, pembatasan penurunan harga saham dapat dipahami sebagai upaya regulator menjaga stabilitas perdagangan agar tidak menimbulkan kepanikan pasar yang berlebihan. Kebijakan tersebut pada dasarnya dapat dibenarkan sepanjang bertujuan menjaga kemaslahatan pasar dan melindungi investor dari kerugian ekstrem akibat volatilitas yang tidak terkendali.⁹⁴ Namun demikian,

⁹³ Fatwa Nomor 80/DSN-MUI/III/2011 tentang Penerapan Prinsip Syariah dalam Mekanisme Perdagangan Efek Bersifat Ekuitas di Pasar Reguler Bursa Efek

⁹⁴ Jaih Mubarak, *Pasar Modal Syariah* (Bandung: Simbiosis Rekatama Media, 2017), 55–5

kebijakan tersebut tetap harus diuji agar tidak berubah menjadi bentuk intervensi yang menghambat mekanisme pasar yang wajar.

Fatwa DSN-MUI juga menegaskan bahwa pembentukan harga saham harus berlangsung secara alami melalui mekanisme permintaan dan penawaran yang transparan. Dalam ketentuan fatwa disebutkan:

*“Harga Efek Bersifat Ekuitas ditentukan berdasarkan mekanisme pasar yang wajar melalui kekuatan penawaran dan permintaan yang berlangsung secara transparan.”*⁹⁵

Prinsip tersebut menunjukkan bahwa harga saham dalam pasar modal syariah idealnya terbentuk secara natural berdasarkan kondisi riil pasar tanpa adanya distorsi yang berlebihan. Dalam kaitannya dengan ARB 15%, kebijakan pembatasan penurunan harga saham dapat dipandang memiliki dua sisi. Di satu sisi, ARB berfungsi sebagai instrumen stabilisasi untuk mencegah tekanan jual yang bersifat panik (*panic selling*) sehingga harga tidak jatuh secara tidak rasional dalam waktu singkat.⁹⁶ Akan tetapi, di sisi lain, pembatasan tersebut juga berpotensi menunda proses pembentukan harga alami karena pasar tidak sepenuhnya dapat merefleksikan kondisi

⁹⁵ DSN-MUI, Fatwa Nomor 80/DSN-MUI/III/2011, 6.

⁹⁶ Andri Soemitra, *Masa Depan Pasar Modal Syariah di Indonesia* (Jakarta: Kencana, 2014), 129–132.

permintaan dan penawaran secara langsung.⁹⁷ Kebijakan ARB hanya dapat dibenarkan apabila bersifat proporsional, sementara, dan ditujukan untuk menjaga keteraturan pasar, bukan mengendalikan harga secara permanen.

Selanjutnya, fatwa secara tegas melarang praktik manipulasi pasar yang dapat mempengaruhi harga saham secara tidak wajar. Dalam ketentuan umum disebutkan:

“Transaksi Efek Bersifat Ekuitas harus dilakukan tanpa adanya rekayasa permintaan maupun penawaran (najasy) yang dapat mempengaruhi harga pasar secara tidak wajar.”⁹⁸

Larangan tersebut memperlihatkan bahwa pasar modal syariah menolak segala bentuk manipulasi yang menciptakan ilusi pasar atau harga semu. Dalam konteks ARB 15%, kebijakan pembatasan penurunan harga saham tidak secara langsung dapat dikategorikan sebagai najasy, sebab kebijakan tersebut diterapkan secara terbuka, berlaku umum, dan bertujuan menjaga stabilitas perdagangan.⁹⁹ Berbeda dengan manipulasi pasar yang dilakukan oleh pihak tertentu untuk memperoleh keuntungan pribadi, ARB

⁹⁷ Burhanuddin Susanto, *Pasar Modal Syariah: Tinjauan Hukum* (Yogyakarta: UII Press, 2008), 88–91.

⁹⁸ DSN-MUI, Fatwa Nomor 80/DSN-MUI/III/2011, 7

⁹⁹ Nurul Huda dan Mustafa Edwin Nasution, *Investasi pada Pasar Modal Syariah* (Jakarta: Kencana, 2008), 74–77.

merupakan regulasi resmi yang diberlakukan oleh otoritas bursa untuk mencegah ketidakstabilan sistemik. Meskipun demikian, apabila kebijakan tersebut diterapkan secara berlebihan sehingga menghambat proses terbentuknya harga wajar dalam jangka panjang, maka hal itu berpotensi bertentangan dengan prinsip transparansi dan kewajaran pasar yang diatur dalam fatwa.¹⁰⁰

Fatwa DSN-MUI juga menegaskan larangan terhadap unsur gharar dan maysir dalam transaksi saham syariah. Dalam fatwa disebutkan:

“Transaksi efek tidak boleh mengandung unsur gharar (ketidakjelasan yang berlebihan) dan maysir (spekulasi yang menyerupai perjudian).”¹⁰¹

Ketentuan tersebut menegaskan bahwa pasar modal syariah tidak boleh dibangun di atas spekulasi berlebihan dan ketidakpastian yang ekstrem. Dalam kaitannya dengan ARB 15%, pembatasan penurunan harga saham dapat dipahami sebagai instrumen untuk mengurangi spekulasi dan kepanikan pasar yang berpotensi menyerupai maysir akibat perdagangan emosional tanpa dasar

¹⁰⁰ Abdul Manan, *Hukum Ekonomi Syariah dalam Perspektif Kewenangan Peradilan Agama* (Jakarta: Kencana, 2016), 286–289.

¹⁰¹ DSN-MUI, Fatwa Nomor 80/DSN-MUI/III/2011, 4–5.

fundamental yang jelas.¹⁰² Dengan adanya batas penurunan harga, investor memiliki waktu untuk melakukan analisis yang lebih rasional sebelum mengambil keputusan investasi. Akan tetapi, apabila ARB justru memicu antrean jual berkepanjangan dan menghambat likuiditas pasar, maka kondisi tersebut dapat menimbulkan ketidakpastian baru bagi investor.¹⁰³ Efektivitas kebijakan ARB harus diukur berdasarkan kemampuannya menjaga stabilitas pasar tanpa menciptakan ketidakjelasan mekanisme transaksi.

Di samping itu, prinsip keadilan ('adl) menjadi dasar utama dalam seluruh proses perdagangan efek syariah. Dalam fatwa ditegaskan:

“Seluruh transaksi harus dilakukan secara adil, transparan, dan tidak merugikan salah satu pihak secara tidak proporsional.”¹⁰⁴

Prinsip tersebut menunjukkan bahwa keadilan dalam pasar modal syariah tidak hanya berkaitan dengan hasil akhir transaksi, tetapi juga proses pembentukan harga dan keseimbangan hak antar investor. Dalam konteks ARB 15%, kebijakan pembatasan penurunan

¹⁰² Mardani, *Hukum Sistem Ekonomi Islam* (Jakarta: RajaGrafindo Persada, 2015), 315–317.

¹⁰³ M. Nur Rianto Al Arif, *Lembaga Keuangan Syariah: Suatu Kajian Teoretis Praktis* (Bandung: Pustaka Setia, 2012), 198–201.

¹⁰⁴ DSN-MUI, Fatwa Nomor 80/DSN-MUI/III/2011, 8.

harga saham pada dasarnya bertujuan melindungi investor, khususnya investor ritel, dari kerugian mendadak akibat volatilitas ekstrem.¹⁰⁵

Namun demikian, kebijakan tersebut juga dapat menimbulkan persoalan keadilan apabila investor kehilangan kesempatan untuk segera menjual sahamnya pada harga pasar yang sebenarnya karena perdagangan tertahan pada batas ARB. Selanjutnya, Fatwa DSN-MUI Nomor 80/DSN-MUI/III/2011, kebijakan ARB 15% dapat dinilai sesuai dengan prinsip syariah sepanjang diterapkan secara proporsional, transparan, tidak manipulatif, serta benar-benar bertujuan menjaga kemaslahatan dan stabilitas pasar modal syariah.¹⁰⁶

¹⁰⁵ Adiwarmanto A. Karim, *Ekonomi Mikro Islam* (Jakarta: Rajawali Pers, 2015), 153–156.

¹⁰⁶ M. Ali Hasan, *Berbagai Macam Transaksi dalam Islam* (Jakarta: RajaGrafindo Persada, 2004), 167–169.

BAB IV

PENUTUP

A. Kesimpulan

Kesimpulan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Latarbelakang adanya ketentuan Auto Rejection Bawah (ARB) 15% yang terdapat dalam Keputusan Direksi Bursa Efek Indonesia Nomor Kep-00003/BEI/04-2025 Penetapan batas Auto Rejection Bawah (ARB) sebesar 15% dalam sistem perdagangan saham Indonesia pada dasarnya dilatarbelakangi oleh kondisi pasar modal yang memiliki tingkat volatilitas tinggi dan sangat dipengaruhi oleh sentimen psikologis investor. Dalam mekanisme perdagangan saham, harga efek dapat bergerak secara fluktuatif akibat perubahan kondisi ekonomi, informasi perusahaan, situasi politik, maupun perilaku spekulatif pelaku pasar. Ketika terjadi sentimen negatif dalam pasar, investor cenderung melakukan aksi jual secara serentak yang berpotensi menyebabkan penurunan harga saham secara drastis dalam waktu singkat.
2. Ketentuan batas Auto Rejection Bawah (ARB) 15% pada saham syariah perspektif *himayah al-mustahlik* dalam Fatwa DSN-MUI Nomor 80/DSN-MUI/III/2011 yaitu dengan adanya pembatasan ARB, BEI berupaya mencegah terjadinya kerusakan pasar yang lebih

luas serta melindungi investor dari risiko kerugian berlebihan akibat volatilitas ekstrem. Sehingga, kebijakan ARB 15% dapat dipandang sejalan dan sesuai dengan prinsip perlindungan konsumen dalam hukum ekonomi Islam yang bertujuan menciptakan keamanan dan kestabilan transaksi. dalam Keputusan Direksi Bursa Efek Indonesia Nomor Kep-00003/BEI/04-2025, pembatasan penurunan harga saham dapat dipahami sebagai upaya regulator menjaga stabilitas perdagangan agar tidak menimbulkan kepanikan pasar yang berlebihan. Kebijakan tersebut pada dasarnya dapat dibenarkan sepanjang bertujuan menjaga kemaslahatan pasar dan melindungi investor dari kerugian ekstrem akibat volatilitas yang tidak terkendali.

B. Saran

Berdasarkan kesimpulan tersebut, disarankan agar penerapan kebijakan Auto Rejection Bawah (ARB) 15% tetap dipertahankan sebagai instrumen stabilisasi pasar dan perlindungan investor, khususnya dalam mencegah kepanikan pasar dan praktik spekulasi berlebihan yang dapat merugikan banyak pihak. Namun, pelaksanaannya perlu terus dievaluasi secara berkala untuk memastikan bahwa kebijakan ini benar-benar berjalan sesuai tujuan syariah, yaitu menjaga kemaslahatan, keadilan, dan perlindungan harta investor tanpa menimbulkan distorsi yang berlebihan terhadap mekanisme pasar.

Selain itu, otoritas pasar modal dan Bursa Efek Indonesia disarankan untuk meningkatkan transparansi serta sosialisasi terkait mekanisme ARB kepada para pelaku pasar agar tidak menimbulkan kesalahpahaman dalam praktik perdagangan saham. Penguatan edukasi investor juga penting dilakukan agar pelaku pasar lebih rasional dalam mengambil keputusan investasi, sehingga tujuan perlindungan investor dan stabilitas pasar dapat tercapai secara seimbang dengan prinsip kebebasan transaksi dalam pasar yang tetap sehat dan berkeadilan.

DAFTAR PUSTAKA

Buku

- Abdullah, Burhanuddin. *Pasar Modal Syariah di Indonesia: Konsep dan Implementasi*. Jakarta: Rajawali Pers, 2020.
- Al Arif, M. Nur Rianto. *Lembaga Keuangan Syariah: Suatu Kajian Teoretis Praktis*. Bandung: Pustaka Setia, 2012.
- Ascarya. *Akad dan Produk Bank Syariah*. Jakarta: Rajawali Pers, 2019.
- Bodie, Zvi, Alex Kane, and Alan J. Marcus. *Investments*. McGraw-Hill Education, 2014.
- Hartono, Jogiyanto. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPF, 2017.
- Hasan, M. Ali. *Berbagai Macam Transaksi dalam Islam*. Jakarta: RajaGrafindo Persada, 2004.
- Ibrahim, Johnny. *Teori & Metodologi Penelitian Hukum Normatif*. Malang: Bayumedia, 2019.
- Karim, Adiwarman A. *Bank Islam: Analisis Fiqih dan Keuangan*. Jakarta: RajaGrafindo Persada, 2016.
- Karim, Adiwarman A. *Ekonomi Mikro Islam*. Jakarta: Rajawali Pers, 2015.
- Mardani. *Hukum Sistem Ekonomi Islam*. Jakarta: RajaGrafindo Persada, 2015.
- Marzuki, Peter Mahmud. *Penelitian Hukum*. Jakarta: Kencana, 2017.
- Nasution, M. Irsan, et al. *Aspek Hukum Pasar Modal Indonesia*. Jakarta: Kencana, 2019.
- Rahardjo, Satjipto. *Ilmu Hukum*. Bandung: Citra Aditya Bakti, 2014.
- Satrio, Budi. *Manajemen Investasi dan Portofolio*. Jakarta: Salemba Empat, 2021.
- Soekanto, Soerjono, and Sri Mamudji. *Penelitian Hukum Normatif*. Jakarta: Rajawali Pers, 2018.

Sunariyah. *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*. Yogyakarta: UPP STIM YKPN, 2021.

Tandelilin, Eduardus. *Portofolio dan Investasi: Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: Kanisius, 2017.

Tavinayati, and Yulianti. *Hukum Pasar Modal di Indonesia*. Jakarta: Sinar Grafika, 2020.

Wahbah al-Zuhaili. *Al-Fiqh al-Islami wa Adillatuh*. Damaskus: Dar al-Fikr, 2018.

Jurnal Ilmiah

Hidayat, R., and D. Sari. "Volatilitas Harga Saham dan Efektivitas Auto Rejection di Bursa Efek Indonesia." *Jurnal Hukum & Pasar Modal*, vol. 7, no. 2, 2023.

Nasarudin, M. Irsan, et al. "Aspek Hukum Pasar Modal Indonesia." *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 2022.

Skripsi / Tesis / Karya Ilmiah

Abednego, Reynold. Analisis Reaksi Pasar Modal Indonesia terhadap Perubahan Kebijakan Auto Rejection Bawah (ARB) pada Indeks LQ45. Jakarta: Politeknik Negeri Jakarta, 2023.

Abdillah, Ichwan. Reaksi Pasar Saham terhadap Peristiwa Ekonomi pada Indeks Saham Syariah Indonesia. Surabaya: Universitas Airlangga, 2020.

Firdaus, Bima Tirta. Tinjauan Hukum Ekonomi Syariah terhadap Penetapan Auto Rejection di Bursa Efek Indonesia. Semarang: UIN Walisongo, 2022.

Piradiansyah, Rega Arya. Studi Efektivitas Auto Rejection Atas dan Bawah pada Saham LQ45 Periode 2019–2024. Yogyakarta: Universitas Gadjah Mada, 2025.

Susalit, Diandini. Analisis Pengaruh Penerapan Asymmetric Auto Rejection terhadap Kualitas Pasar Saham. Yogyakarta: Universitas Gadjah Mada, 2023.

Regulasi dan Peraturan

Bursa Efek Indonesia. Keputusan Direksi Nomor Kep-00003/BEI/04-2025 tentang Peraturan Perdagangan Efek.

Dewan Syariah Nasional–MUI. Fatwa Nomor 80/DSN-MUI/III/2011 tentang Penerapan Prinsip Syariah dalam Perdagangan Efek.

Otoritas Jasa Keuangan. Roadmap Pasar Modal Indonesia 2023–2027. Jakarta: OJK, 2023.

Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal.

Website / Media Online

Kompas.com. “Apa Itu Auto Rejection: Penjelasan ARA dan ARB di Bursa Efek Indonesia.” 2025.

DAFTAR RIWAYAT HIDUP