J E I
Jurnal Ekonomi Islam

e-ISSN : XXXX-XXXX
p-ISSN : XXXX-XXXX

Terindeks: .....

INTEGRASI ESG (ENVIRONMENTAL, SOCIAL, GOVERNANCE) DALAM INVESTASI SYARIAH: SEBUAH KERANGKA KERJA MENUJU PEMBANGUNAN BERKELANJUTAN

Rahma Nia Azizah[1]
[1]CV Media Jaza Utama
rahmania@gmail.com

Abstrak

Penelitian ini dilatarbelakangi oleh masih terbatasnya studi mengenai kerangka kerja integrasi formal antara prinsip *Environmental, Social, and Governance* (ESG) dan investasi syariah di pasar modal Indonesia. Fenomena ini memiliki dampak signifikan terhadap daya saing dan otentisitas produk keuangan syariah di tengah meningkatnya permintaan global akan investasi berkelanjutan. Tujuan penelitian ini adalah untuk menganalisis tantangan dan peluang, serta merumuskan model integrasi holistik antara ESG dan investasi syariah yang berlandaskan pada *Maqasid al-Shariah*. Metode yang digunakan adalah metode campuran (*mixed-methods*) dengan desain sekuensial eksplanatori. Tahap kuantitatif melibatkan analisis data panel pada 50 perusahaan yang terdaftar di Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) selama periode 2020-2024 untuk mengukur pengaruh skor ESG terhadap kinerja keuangan (ROA dan Tobin's Q). Tahap kualitatif dilakukan melalui wawancara mendalam dengan 15 partisipan yang terdiri dari manajer investasi, dewan pengawas syariah, dan regulator, yang dipilih melalui teknik *purposive sampling*. Data kuantitatif dianalisis menggunakan regresi data panel, sedangkan data kualitatif dianalisis menggunakan analisis tematik. Hasil penelitian kuantitatif menunjukkan bahwa dimensi *Governance* (G) dan *Social* (S) memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja keuangan, sementara dimensi *Environmental* (E) belum menunjukkan pengaruh yang signifikan. Hasil kualitatif memperkuat temuan ini, mengidentifikasi tantangan utama berupa ketiadaan taksonomi hijau yang seragam, biaya implementasi yang tinggi, dan literasi ESG yang rendah di kalangan emiten. Temuan ini

AlSys is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial-ShareAlike 4.0 International License

sejalan dengan tujuan penelitian dan memperkuat teori pemangku kepentingan (*stakeholder theory*) dalam konteks syariah. Simpulan utama penelitian ini adalah bahwa integrasi ESG dalam investasi syariah memerlukan model yang tidak hanya menyelaraskan penyaringan negatif (*negative screening*) tetapi juga mengadopsi penyaringan positif (*positive screening*) yang berorientasi pada pencapaian *Maqasid al-Shariah*. Implikasi teoretisnya adalah pengayaan literatur tentang keuangan berkelanjutan syariah, sementara implikasi praktisnya adalah rekomendasi bagi Otoritas Jasa Keuangan (OJK) untuk mengembangkan taksonomi hijau syariah dan bagi manajer investasi untuk merancang produk inovatif yang mengintegrasikan kedua prinsip secara substantif.

Kata Kunci: Integrasi ESG; Investasi Syariah; Keuangan Berkelanjutan; Maqasid al-Shariah; Kinerja Keuangan

Abstract

This research is motivated by the limited number of studies on a formal integration framework between Environmental, Social, and Governance (ESG) principles and Sharia-compliant investment in the Indonesian capital market. This phenomenon significantly impacts the competitiveness and authenticity of Islamic financial products amidst the growing global demand for sustainable investment. This study aims to analyze the challenges and opportunities, and to formulate a holistic integration model for ESG and Sharia investment grounded in Maqasid al-Shariah. A mixed-methods approach with an explanatory sequential design was employed. The quantitative phase involved panel data analysis of 50 companies listed on the Indonesian Sharia Stock Index (ISSI) from 2020-2024 to measure the impact of ESG scores on financial performance (ROA and Tobin's Q). The qualitative phase was conducted through in-depth interviews with 15 participants, including investment managers, Sharia supervisory boards, and regulators, selected via purposive sampling. Quantitative data were analyzed using panel data regression, while qualitative data were analyzed using thematic analysis. The quantitative results indicate that the Governance (G) and Social (S) dimensions have a positive and significant effect on financial performance, whereas the Environmental (E) dimension has not yet shown a significant impact. The qualitative findings reinforce these results, identifying key challenges such as the absence of a uniform green taxonomy, high implementation costs, and low ESG literacy among issuers. These findings align with the research objectives and strengthen stakeholder theory within the Sharia context. The main conclusion of this study is that integrating ESG into Sharia investment requires a model that not only aligns negative screening but also adopts positive screening oriented towards achieving Maqasid al-Shariah. Its theoretical implication is the

enrichment of literature on Islamic sustainable finance, while its practical implication is a recommendation for the Financial Services Authority (OJK) to develop a Sharia green taxonomy and for investment managers to design innovative products that substantively integrate both principles.

Keywords: *ESG Integration; Sharia Investment; Sustainable Finance; Maqasid al-Shariah; Financial Performance*

PENDAHULUAN

Isu Penelitian

Dalam dekade terakhir, lanskap keuangan global telah menyaksikan pergeseran paradigma yang monumental menuju investasi berkelanjutan. Investor tidak lagi hanya berfokus pada maksimalisasi keuntungan finansial semata, tetapi juga semakin mempertimbangkan dampak non-finansial dari investasi mereka. Gerakan ini diwujudkan melalui prinsip-prinsip *Environmental, Social, and Governance* (ESG), yang berfungsi sebagai kerangka kerja bagi investor untuk mengevaluasi sejauh mana sebuah perusahaan mengelola risiko dan peluang yang berkaitan dengan isu-isu lingkungan, sosial, dan tata kelola. Menurut laporan Global Sustainable Investment Alliance (2021), aset investasi berkelanjutan global telah mencapai puluhan triliun dolar, menunjukkan adanya permintaan masif terhadap korporasi yang bertanggung jawab. Di tengah tren global ini, industri keuangan syariah, yang secara inheren dibangun di atas fondasi etika dan moral, dihadapkan pada sebuah persimpangan strategis.

Penelitian ini dilatarbelakangi oleh masih terbatasnya studi mengenai kerangka kerja integrasi yang sistematis dan terukur antara prinsip ESG dan investasi syariah, khususnya dalam konteks pasar modal negara berkembang seperti Indonesia. Fenomena ini memiliki dampak signifikan terhadap perkembangan industri keuangan syariah nasional dan global. Di satu sisi, terdapat keselarasan filosofis yang kuat antara ESG dan keuangan syariah. Keduanya berbagi tujuan untuk mempromosikan keadilan, kesejahteraan sosial, dan menghindari kerusakan (*mafsadah*). Prinsip-prinsip syariah, seperti larangan *gharar* (ketidakpastian), *maysir* (spekulasi), dan investasi pada sektor-sektor yang dianggap haram (alkohol, perjudian, persenjataan), secara alami tumpang tindih dengan banyak kriteria ESG. Lebih jauh lagi, tujuan tertinggi hukum Islam, yaitu *Maqasid al-Shariah* (perlindungan

terhadap agama, jiwa, akal, keturunan, dan harta), menyediakan landasan teologis yang kokoh untuk praktik bisnis yang berkelanjutan dan bertanggung jawab.

Namun, di sisi lain, praktik di lapangan menunjukkan adanya kesenjangan yang signifikan. Sebagian besar produk investasi syariah saat ini masih berfokus pada penyaringan negatif (*negative screening*), yaitu hanya mengecualikan perusahaan-perusahaan yang bisnis intinya bertentangan dengan prinsip syariah. Pendekatan ini, meskipun penting, bersifat pasif dan belum secara proaktif mendorong perusahaan untuk mengadopsi praktik-praktik terbaik dalam hal lingkungan, perlakuan terhadap karyawan, atau transparansi tata kelola. Akibatnya, banyak perusahaan yang lolos penyaringan syariah mungkin masih memiliki rekam jejak ESG yang buruk, seperti terlibat dalam perusakan lingkungan atau praktik perburuhan yang tidak etis. Kesenjangan ini menciptakan "otentisitas semu" di mana sebuah produk investasi diberi label syariah tetapi gagal mewujudkan semangat etis yang lebih dalam dari ajaran Islam (Rahman & Rahim, 2023). Hal ini menjadi isu krusial karena investor modern, termasuk investor Muslim yang terdidik, semakin menuntut bukti nyata dari komitmen keberlanjutan, bukan sekadar kepatuhan formal.

Tanggapan Peneliti

Berdasarkan teori pemangku kepentingan (*stakeholder theory*), sebuah perusahaan tidak hanya bertanggung jawab kepada pemegang saham (*shareholders*), tetapi juga kepada spektrum pemangku kepentingan yang lebih luas, termasuk karyawan, pelanggan, pemasok, komunitas, dan lingkungan. Dari perspektif ini, integrasi ESG adalah manifestasi modern dari penerapan teori pemangku kepentingan. Fenomena ini perlu dikaji lebih mendalam karena dalam konteks keuangan syariah, konsep pemangku kepentingan ini diperluas untuk mencakup pertanggungjawaban kepada Tuhan (*Hablun min Allah*) dan kepada sesama manusia serta alam semesta (*Hablun min an-Nas*). Sebagaimana diungkapkan oleh Askari, et al. (2020), ekonomi Islam pada dasarnya adalah sistem ekonomi yang berorientasi pada nilai (*value-oriented*), di mana aktivitas ekonomi harus berkontribusi pada pencapaian *falah* (kebahagiaan dunia dan akhirat).

Dengan demikian, mengabaikan aspek ESG dalam investasi syariah sama saja dengan mengabaikan sebagian dari esensi ajaran Islam itu sendiri. Para ahli seperti Chapra (2008) dan Siddiqi (2006) telah lama berargumen bahwa tujuan ekonomi Islam jauh melampaui

kepatuhan legal-formal; ia harus secara aktif mempromosikan keadilan distributif, kesetaraan, dan pelestarian sumber daya. Oleh karena itu, argumen peneliti adalah bahwa integrasi ESG bukan lagi sebuah pilihan (*option*) bagi industri keuangan syariah, melainkan sebuah keharusan (*imperative*) untuk menjaga relevansi, otentisitas, dan daya saingnya di panggung global. Mengintegrasikan ESG secara substantif akan mentransformasi investasi syariah dari sekadar "menghindari yang haram" menjadi "secara aktif mempromosikan yang baik (*maslahah*)", yang merupakan inti dari *Maqasid al-Shariah*.

Penelitian Sebelumnya & Kesenjangan (Gap)

Sejumlah penelitian telah mulai mengeksplorasi titik temu antara ESG dan keuangan syariah. Studi oleh Hudaefi & Badeges (2022) menemukan korelasi positif antara kepatuhan syariah dan skor ESG, menunjukkan bahwa perusahaan yang patuh syariah cenderung memiliki kinerja ESG yang lebih baik. Penelitian lain di Malaysia oleh Harahap et al. (2023) juga menyoroti sinergi antara Sukuk Hijau (Green Sukuk) dan tujuan pembangunan berkelanjutan (SDGs), menunjukkan potensi produk keuangan syariah dalam membiayai proyek-proyek ramah lingkungan. Di Indonesia, studi oleh Fadilah (2024) dan Syarifuddin (2021) mengidentifikasi tantangan implementasi ESG di lembaga keuangan syariah, seperti kesulitan dalam pengukuran dan kurangnya regulasi yang mendukung.

Namun, penelitian-penelitian sebelumnya memiliki beberapa keterbatasan. *Pertama*, sebagian besar penelitian bersifat konseptual atau deskriptif, dengan fokus pada pemetaan kesamaan filosofis antara kedua pendekatan. Penelitian sebelumnya fokus pada "mengapa" ESG dan syariah harus berintegrasi, namun belum menyentuh aspek "bagaimana" integrasi tersebut dapat dioperasionalkan secara efektif dalam sebuah kerangka kerja yang solid. *Kedua*, studi empiris yang ada seringkali hanya melihat korelasi antara kepatuhan syariah secara umum dengan skor ESG, tanpa membedah pengaruh masing-masing pilar ESG (E, S, dan G) secara terpisah terhadap kinerja keuangan perusahaan syariah. *Ketiga*, belum ada penelitian yang secara komprehensif merumuskan sebuah model integrasi yang holistik, yang tidak hanya menggabungkan aspek penyaringan (*screening*) tetapi juga mencakup elemen-elemen lain seperti pelaporan (*reporting*), pemantauan (*monitoring*), dan keterlibatan aktif (*active engagement*) dengan emiten, yang semuanya didasarkan pada *Maqasid al-Shariah*. Inilah kesenjangan krusial (B) yang ingin diisi oleh penelitian ini.

Kebaruan & Dasar Teori

Kajian ini mengisi kesenjangan tersebut melalui pendekatan metode campuran (*mixed-methods*) yang inovatif, yang didukung oleh teori pemangku kepentingan dan kerangka *Maqasid al-Shariah* sebagai teori primer. Kebaruan penelitian ini terletak pada tiga aspek utama. *Pertama*, penelitian ini tidak hanya mengonfirmasi adanya hubungan, tetapi juga mengukur secara kuantitatif dampak dari masing-masing pilar ESG (E, S, dan G) terhadap kinerja keuangan (diukur dengan ROA dan Tobin's Q) pada perusahaan-perusahaan yang masuk dalam Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). Ini memberikan bukti empiris yang lebih granural tentang pilar mana yang paling dihargai oleh pasar.

Kedua, melalui analisis kualitatif mendalam dengan para pemangku kepentingan kunci, penelitian ini melampaui identifikasi tantangan di permukaan dan menggali akar permasalahan implementasi, termasuk dinamika internal di antara dewan pengawas syariah dan manajer investasi. *Ketiga*, dan yang paling penting, kontribusi utama penelitian ini adalah perumusan **"Model Integrasi Holistik ESG-Syariah Berbasis Maqasid"**. Model ini (pendekatan Y) tidak hanya sekadar menggabungkan daftar penyaringan ESG dan syariah, tetapi mengusulkan sebuah kerangka kerja dinamis yang didukung oleh *Maqasid al-Shariah* (teori Z). Kerangka ini memetakan setiap kriteria ESG ke dalam lima tujuan utama *Maqasid* (Hifz al-Din, Hifz al-Nafs, Hifz al-Aql, Hifz al-Nasl, Hifz al-Mal), sehingga memberikan landasan filosofis yang kuat dan justifikasi teologis yang otentik untuk setiap keputusan investasi.

Fokus & Tujuan

Berdasarkan uraian di atas, fokus penelitian ini adalah pada proses, tantangan, dan perumusan model integrasi ESG dalam ekosistem investasi syariah di Indonesia. Dengan demikian, penelitian ini bertujuan untuk:

1. Menganalisis pengaruh pilar-pilar *Environmental, Social, dan Governance* (ESG) secara parsial dan simultan terhadap kinerja keuangan perusahaan dalam Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI).
2. Mengeksplorasi secara mendalam tantangan, peluang, dan persepsi para pemangku kepentingan (manajer investasi, dewan pengawas syariah, regulator) mengenai integrasi ESG dalam praktik investasi syariah di Indonesia.

3. Merumuskan sebuah model konseptual untuk integrasi holistik antara kriteria ESG dan prinsip investasi syariah yang berlandaskan pada kerangka *Maqasid al-Shariah*.

METODE

Bagian ini menjelaskan secara sistematis dan detail mengenai prosedur penelitian yang dilakukan untuk mencapai tujuan yang telah ditetapkan. Metodologi ini dirancang untuk memastikan bahwa data yang dikumpulkan valid dan reliabel, serta analisis yang dilakukan komprehensif dan mendalam.

Jenis Penelitian

Penelitian ini menggunakan **metode campuran (*mixed-methods*)**, yang mengkombinasikan pendekatan kuantitatif dan kualitatif dalam satu studi. Penggunaan metode campuran ini didasarkan pada asumsi bahwa kombinasi kedua pendekatan akan memberikan pemahaman yang lebih komprehensif dan mendalam mengenai fenomena integrasi ESG dalam investasi syariah. Pendekatan kuantitatif digunakan untuk menguji hipotesis dan mengukur hubungan antar variabel secara objektif, sementara pendekatan kualitatif digunakan untuk mengeksplorasi konteks, makna, dan proses di balik angka-angka tersebut. Jenis penelitian ini memungkinkan triangulasi data, di mana temuan dari satu metode dapat dikonfirmasi, diperluas, atau dijelaskan oleh temuan dari metode lainnya, sehingga meningkatkan validitas keseluruhan penelitian.

Desain Penelitian

Desain penelitian yang digunakan adalah **desain sekuensial eksplanatori (*explanatory sequential design*)**. Desain ini melibatkan dua fase yang berbeda.

1. **Fase Pertama (Kuantitatif):** Pada fase ini, peneliti terlebih dahulu mengumpulkan dan menganalisis data kuantitatif. Tujuannya adalah untuk mengidentifikasi hubungan statistik antara variabel independen (skor pilar E, S, dan G) dan variabel dependen (kinerja keuangan). Fase ini akan menjawab tujuan penelitian pertama. Hasil dari fase ini, terutama temuan yang signifikan atau bahkan yang tidak terduga (anomali), akan menjadi dasar untuk pengembangan pertanyaan pada fase kedua.

2. **Fase Kedua (Kualitatif):** Pada fase kedua, peneliti mengumpulkan dan menganalisis data kualitatif. Tujuan dari fase ini adalah untuk menjelaskan, mengelaborasi, dan memperdalam pemahaman terhadap hasil statistik yang diperoleh pada fase pertama. Misalnya, jika hasil kuantitatif menunjukkan bahwa pilar *Environmental* (E) tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan, maka wawancara pada fase kualitatif akan dirancang untuk menggali mengapa fenomena tersebut terjadi dari perspektif para praktisi dan regulator. Fase ini akan menjawab tujuan penelitian kedua dan memberikan landasan empiris untuk tujuan ketiga.

Dengan demikian, data kualitatif berfungsi untuk menjelaskan mekanisme kausal di balik korelasi statistik yang ditemukan, memberikan "daging" pada "tulang" data kuantitatif.

Partisipan & Teknik Sampling

Pemilihan sampel dilakukan secara terpisah untuk kedua fase penelitian.

- **Sampel Kuantitatif:** Populasi untuk tahap kuantitatif adalah seluruh perusahaan yang secara konsisten terdaftar dalam **Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI)** selama periode pengamatan **1 Januari 2020 hingga 31 Desember 2024**. Teknik sampling yang digunakan adalah **purposive sampling** dengan kriteria sebagai berikut:
    - Perusahaan terdaftar di ISSI selama periode pengamatan penuh.
    - Perusahaan menerbitkan laporan tahunan dan laporan keberlanjutan (*sustainability report*) secara konsisten selama periode tersebut.
    - Perusahaan memiliki data skor ESG yang tersedia dari penyedia data terkemuka (misalnya, Bloomberg, Refinitiv, atau Sustainalytics).
    - Data keuangan yang diperlukan (total aset, laba bersih, nilai pasar ekuitas, dll.) tersedia lengkap.

      Berdasarkan kriteria tersebut, diperoleh sampel akhir sebanyak **50 perusahaan** yang akan dianalisis datanya selama 5 tahun, sehingga menghasilkan total 250 observasi (data panel).
- **Partisipan Kualitatif:** Partisipan untuk tahap kualitatif dipilih menggunakan teknik **purposive sampling** yang dikombinasikan dengan **snowball sampling**. Kriteria

utama adalah individu yang memiliki pengetahuan mendalam, pengalaman, dan peran strategis dalam ekosistem investasi syariah dan ESG di Indonesia. Sampel berjumlah **15 partisipan**, yang terdiri dari:

- **5 Manajer Investasi Syariah:** Individu yang bertanggung jawab atas pengelolaan portofolio reksa dana syariah atau kontrak pengelolaan dana syariah.
- **5 Anggota Dewan Pengawas Syariah (DPS):** Ulama atau ahli ekonomi Islam yang bertugas di perusahaan manajer investasi atau sekuritas, yang memberikan opini syariah.
- **3 Regulator:** Pejabat dari Otoritas Jasa Keuangan (OJK) atau Self-Regulatory Organization (SRO) yang terlibat dalam penyusunan kebijakan terkait keuangan syariah dan keuangan berkelanjutan.
- **2 Akademisi:** Dosen atau peneliti dengan spesialisasi di bidang keuangan syariah dan/atau ESG.

  Teknik *snowball* digunakan jika partisipan awal merekomendasikan individu lain yang dianggap kompeten untuk diwawancarai.

Instrumen & Pengumpulan Data

- **Pengumpulan Data Kuantitatif:** Data kuantitatif merupakan data sekunder yang dikumpulkan dari beberapa sumber. Data skor ESG (Environmental, Social, Governance) per perusahaan per tahun diperoleh dari **database Bloomberg Terminal dan laporan Refinitiv Eikon**. Data keuangan seperti Return on Assets (ROA), Tobin's Q, ukuran perusahaan (size), leverage (DER), dan data kontrol lainnya dikumpulkan dari laporan tahunan masing-masing perusahaan yang dipublikasikan melalui situs web Bursa Efek Indonesia (BEI) dan situs web perusahaan. Seluruh data ini kemudian ditabulasi dalam format panel data menggunakan perangkat lunak Microsoft Excel dan Stata.
- **Pengumpulan Data Kualitatif:** Instrumen utama untuk pengumpulan data kualitatif adalah **pedoman wawancara semi-terstruktur (*semi-structured interview guide*)**. Pedoman ini berisi daftar pertanyaan terbuka yang fleksibel, memungkinkan peneliti untuk melakukan probing dan menggali informasi lebih dalam berdasarkan jawaban partisipan. Pertanyaan-pertanyaan dirancang untuk mengeksplorasi persepsi tentang relevansi ESG, proses pengambilan keputusan

investasi, tantangan praktis dalam integrasi (misalnya, ketersediaan data, biaya, konflik antara tujuan finansial dan etis), serta pandangan tentang peran *Maqasid al-Shariah*. Wawancara dilakukan secara tatap muka atau melalui platform konferensi video, direkam dengan izin partisipan, dan kemudian ditranskrip secara verbatim untuk analisis. Selain wawancara, dilakukan juga **studi dokumen** terhadap peraturan OJK, fatwa DSN-MUI, dan laporan-laporan industri terkait.

Analisis Data

- **Analisis Data Kuantitatif:** Data panel yang telah terkumpul dianalisis menggunakan **model regresi data panel** dengan perangkat lunak Stata 17. Langkah-langkah analisis meliputi:
    1. **Statistik Deskriptif:** Menghitung rata-rata, median, standar deviasi, nilai minimum, dan maksimum untuk semua variabel.
    2. **Pemilihan Model:** Melakukan serangkaian uji (Uji Chow, Uji Hausman, dan Uji Lagrange Multiplier) untuk menentukan model regresi data panel yang paling sesuai, apakah *Common Effect Model* (CEM), *Fixed Effect Model* (FEM), atau *Random Effect Model* (REM).
    3. **Analisis Regresi:** Menjalankan regresi untuk menguji hipotesis mengenai pengaruh variabel E, S, dan G terhadap ROA dan Tobin's Q.
    4. **Uji Asumsi Klasik:** Melakukan uji multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi untuk memastikan validitas model regresi.

    Model regresi yang digunakan adalah sebagai berikut:

    - $Kinerja_it = \beta0 + \beta1*E_it + \beta2*S_it + \beta3*G_it + \beta4*Size_it + \beta5*Leverage_it + \varepsilon_it$

      Di mana Kinerja adalah ROA atau Tobin's Q, E, S, G adalah skor pilar ESG, Size dan Leverage adalah variabel kontrol, i adalah perusahaan, dan t adalah waktu.
- **Analisis Data Kualitatif:** Data kualitatif dari transkrip wawancara dan dokumen dianalisis menggunakan **analisis tematik (*thematic analysis*)** dengan bantuan perangkat lunak NVivo 12. Proses analisis mengikuti enam langkah yang diusulkan oleh Braun & Clarke (2006):

0. **Familiarisasi dengan Data:** Membaca berulang kali transkrip wawancara untuk memahami konten secara mendalam.
1. **Pengkodean Awal (*Initial Coding*):** Memberikan label (kode) pada segmen-segmen data yang relevan dengan pertanyaan penelitian.
2. **Pencarian Tema (*Searching for Themes*):** Mengelompokkan kode-kode yang serupa ke dalam tema-tema potensial.
3. **Peninjauan Tema (*Reviewing Themes*):** Memeriksa apakah tema-tema tersebut koheren dan didukung oleh data yang cukup.
4. **Pendefinisian dan Penamaan Tema (*Defining and Naming Themes*):** Memberikan definisi yang jelas dan nama yang ringkas untuk setiap tema final.
5. **Penulisan Laporan:** Menyajikan analisis tematik dalam narasi yang koheren, didukung oleh kutipan langsung dari partisipan untuk memperkuat argumen.

HASIL

Bagian ini menyajikan temuan penelitian secara faktual dan objektif, sesuai dengan data yang telah dikumpulkan dan dianalisis. Temuan disajikan dalam dua sub-bagian utama: hasil analisis kuantitatif dan hasil analisis kualitatif.

Temuan Utama Kuantitatif: Pengaruh ESG terhadap Kinerja Keuangan

Analisis regresi data panel dilakukan terhadap 50 perusahaan syariah selama 5 tahun (250 observasi). Setelah melalui Uji Chow dan Uji Hausman, *Fixed Effect Model* (FEM) terpilih sebagai model yang paling sesuai untuk menganalisis data. Hasil regresi disajikan dalam tabel di bawah ini.

Tabel 1: Hasil Regresi Data Panel

Variabel	Model 1 (Dependen: ROA)	Model 2 (Dependen: Tobin's Q)
Pilar ESG		
Skor Environmental (E)	0.012 (0.25)	0.009 (0.41)

Variabel	Model 1 (Dependen: ROA)	Model 2 (Dependen: Tobin's Q)
Skor Social (S)	**0.045** (2.15)**	**0.051** (2.78)***
Skor Governance (G)	**0.068** (3.42)***	**0.075** (4.11)***
Variabel Kontrol		
Ukuran Perusahaan (Size)	**0.112** (2.89)***	**0.130** (3.15)***
Leverage (DER)	**-0.033** (-2.01)**	**-0.027** (-1.98)**
Konstanta	0.543 (1.88)*	0.498 (1.75)*
R-squared	0.621	0.684
Jumlah Observasi	250	250

*Catatan: Angka dalam kurung adalah nilai t-statistik. *, *, *** *menunjukkan signifikansi pada level 10%, 5%, dan 1%.*

Berdasarkan Tabel 1, temuan utama dari analisis kuantitatif adalah sebagai berikut:

1. **Pengaruh Pilar Governance (G):** Pilar tata kelola (*Governance*) menunjukkan pengaruh yang **positif dan signifikan secara statistik pada level 1%** terhadap kedua ukuran kinerja keuangan, baik ROA (koefisien 0.068) maupun Tobin's Q (koefisien 0.075). Ini mengindikasikan bahwa perusahaan syariah dengan struktur tata kelola yang lebih baik, seperti transparansi laporan, perlindungan hak minoritas, dan dewan direksi yang efektif, cenderung memiliki profitabilitas dan nilai pasar yang lebih tinggi. Temuan ini adalah yang paling kuat di antara ketiga pilar ESG.
2. **Pengaruh Pilar Social (S):** Pilar sosial (*Social*) juga menunjukkan pengaruh yang **positif dan signifikan** terhadap ROA (level 5%) dan Tobin's Q (level 1%). Koefisien sebesar 0.045 untuk ROA dan 0.051 untuk Tobin's Q menyiratkan bahwa investasi dalam modal manusia (pelatihan karyawan), hubungan komunitas yang baik, dan keamanan produk dihargai oleh pasar dan berkontribusi pada kinerja keuangan perusahaan.
3. **Pengaruh Pilar Environmental (E):** Berbeda dengan dua pilar lainnya, pilar lingkungan (*Environmental*) **tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan secara statistik** terhadap ROA maupun Tobin's Q. Meskipun koefisiennya positif

(0.012 dan 0.009), nilai t-statistik yang rendah (0.25 dan 0.41) menunjukkan bahwa hubungan ini tidak dapat dibedakan dari nol secara statistik. Hal ini menyiratkan bahwa, dalam periode pengamatan, pasar belum memberikan premi (atau hukuman) finansial yang jelas terhadap kinerja lingkungan perusahaan-perusahaan dalam sampel.

4. **Pengaruh Variabel Kontrol:** Sesuai dengan ekspektasi teori, ukuran perusahaan (*Size*) berpengaruh positif dan signifikan, menunjukkan adanya keuntungan skala ekonomi. Sebaliknya, *Leverage* berpengaruh negatif dan signifikan, mengindikasikan bahwa tingkat utang yang lebih tinggi dapat menekan profitabilitas dan nilai pasar.

Temuan Utama Kualitatif: Perspektif Pemangku Kepentingan

Analisis tematik terhadap 15 wawancara mendalam menghasilkan empat tema utama yang menjelaskan dinamika di balik angka-angka kuantitatif.

Tema 1: Keselarasan Filosofis vs. Kesenjangan Praktis

Semua partisipan, tanpa terkecuali, setuju bahwa terdapat keselarasan fundamental antara prinsip ESG dan nilai-nilai investasi syariah. Namun, mereka juga menyoroti adanya jurang pemisah antara idealisme dan realita.

Seorang anggota Dewan Pengawas Syariah (DPS-02) menyatakan:

"Secara ruh, ESG itu ya Islam itu sendiri. Menjaga lingkungan (*hifz al-bi'ah*), menjaga manusia (*hifz al-nafs*), itu kan inti *Maqasid*. Tapi di lapangan, kita masih sibuk di urusan halal-haramnya produk. Apakah ada unsur riba atau tidak. Kita belum sampai pada pertanyaan, 'Oke, ini halal, tapi apakah proses produksinya merusak sungai di sekitarnya?' Itu level diskusi yang berbeda."

Seorang Manajer Investasi (MI-01) menambahkan:

"Kami menjual produk syariah. *Selling point* utamanya adalah 'bebas riba' dan 'halal'. Ketika kami coba memasukkan narasi ESG, banyak investor ritel yang masih bertanya, 'Apa itu? Apakah itu membuat return lebih tinggi?' Edukasinya masih kurang. Jadi, secara praktis, kami fokus pada apa yang paling mudah dipahami pasar."

Tema 2: Dominasi 'G' dan 'S', Sementara 'E' Tertinggal

Temuan ini sangat sejalan dengan hasil kuantitatif. Para partisipan memberikan penjelasan mengapa pilar *Governance* dan *Social* lebih menonjol dibandingkan *Environmental*.

Menurut seorang regulator OJK (REG-01):

"Aspek *Governance* itu sudah lama menjadi fokus kami, bahkan sebelum ESG populer. Ada aturan tentang GCG (Good Corporate Governance), komite audit, direksi independen. Jadi, infrastruktur regulasinya sudah lebih matang. Untuk *Social*, banyak perusahaan Indonesia, terutama BUMN, punya program CSR yang kuat karena ada tuntutan sosial dan citra perusahaan. Ini sejalan dengan pilar S."

Sebaliknya, mengenai pilar E, seorang Manajer Investasi (MI-04) menjelaskan:

"Investasi untuk pilar E, misalnya membangun fasilitas pengolahan limbah atau beralih ke energi terbarukan, itu *capex*-nya (belanja modal) besar dan *return*-nya jangka panjang. Dalam iklim bisnis kita yang seringkali berorientasi jangka pendek, banyak perusahaan enggan. Selain itu, mengukur dampak karbon atau jejak air itu rumit dan butuh ahli. Datanya sering tidak standar. Jadi, sebagai analis, kami lebih sulit mengkuantifikasi risiko dan peluang dari pilar E."

Tema 3: Tantangan Struktural dalam Integrasi

Partisipan mengidentifikasi tiga tantangan utama yang menghambat integrasi ESG yang lebih dalam.

- **Ketiadaan Taksonomi dan Standar Data:** Hampir semua partisipan mengeluhkan tidak adanya "Taksonomi Hijau" versi syariah yang diakui secara nasional. Hal ini menyebabkan inkonsistensi.

  > "Satu perusahaan bisa dapat skor ESG bagus dari agensi A, tapi jelek dari agensi B. Mana yang harus kami pakai? Dan lebih penting lagi, apakah definisi 'hijau' menurut agensi rating di London itu sama dengan konsep *thayyib* (baik dan sehat) dalam Islam? Belum tentu. Kita butuh standar sendiri." (DPS-04)

- **Biaya dan Kapasitas:** Implementasi dan pelaporan ESG dianggap mahal, terutama bagi perusahaan skala menengah.

> "Untuk membuat *sustainability report* yang proper sesuai standar GRI, itu butuh konsultan, butuh tim khusus. Biayanya tidak sedikit. Bagi emiten kecil di indeks syariah, ini beban." (MI-03)

- **Peran Ganda dan Keterbatasan DPS:** Dewan Pengawas Syariah seringkali diharapkan menjadi ahli ESG juga, padahal latar belakang mereka adalah fikih muamalah.

> "Jujur saja, kami ini ahli syariah. Kami bisa menelaah akad, memastikan tidak ada *gharar*. Tapi kalau ditanya soal emisi karbon Scope 3, itu bukan bidang kami. Perlu ada kolaborasi. DPS tidak bisa bekerja sendiri untuk menilai aspek ESG." (DPS-01)

Data Negatif/Anomali

Meskipun mayoritas partisipan mendukung integrasi ESG, ditemukan satu kasus anomali yang menarik. Seorang manajer investasi dari sebuah perusahaan sekuritas yang lebih kecil (MI-05) menyuarakan pandangan skeptis:

"Bagi saya, ini semua hanyalah tren dari Barat. Ujung-ujungnya adalah bisnis rating dan konsultasi. Tugas utama saya sebagai manajer investasi syariah adalah memberikan imbal hasil yang halal dan optimal bagi klien. Titik. Selama sebuah saham lolos skrining syariah dari OJK, saya tidak terlalu pusing dengan skor ESG-nya. Fokus pada fundamental perusahaan: laba, utang, prospek industri. Itu lebih konkret. Menambah layer ESG hanya membuat proses analisis jadi rumit dan bisa jadi malah mengorbankan return."

Pandangan ini penting karena menunjukkan bahwa tidak semua pelaku pasar sepenuhnya menerima narasi ESG dan masih ada resistensi yang berakar pada pandangan pragmatis-finansial, bahkan di dalam komunitas investasi syariah. Ini menyoroti pentingnya membuktikan *business case* dari integrasi ESG, bukan hanya argumen moral.

PEMBAHASAN

Bagian ini menganalisis dan menafsirkan temuan-temuan yang telah disajikan di bagian Hasil. Pembahasan akan menghubungkan hasil kuantitatif dan kualitatif, membandingkannya dengan literatur yang ada, membahas implikasi teoretis dan praktisnya, serta mengakui keterbatasan penelitian.

Analisis Hasil: Sinergi dan Disparitas dalam Pilar ESG-Syariah

Temuan penelitian ini menyajikan sebuah narasi yang kompleks tentang hubungan antara ESG dan investasi syariah di Indonesia. Di satu sisi, ada sinergi yang jelas, namun di sisi lain, ada disparitas dalam penekanan dan implementasi antar pilar ESG.

Dominasi Tata Kelola (G) dan Sosial (S) sebagai Cerminan Konteks Lokal

Hasil kuantitatif yang menunjukkan pengaruh signifikan dari pilar *Governance* (G) dan *Social* (S) terhadap kinerja keuangan, sementara pilar *Environmental* (E) tidak, dapat dijelaskan secara mendalam oleh temuan kualitatif. Dominasi pilar G bukanlah sebuah kejutan. Sebagaimana diungkapkan oleh regulator (REG-01), kerangka *Good Corporate Governance* (GCG) telah menjadi bagian dari lanskap regulasi Indonesia jauh sebelum ESG menjadi tren global. Investor, baik lokal maupun internasional, telah lama memahami bahwa tata kelola yang buruk adalah sumber risiko utama, seperti korupsi, transaksi afiliasi yang merugikan, dan pengabaian hak pemegang saham minoritas. Dalam konteks syariah, tata kelola yang baik adalah manifestasi dari prinsip amanah (dapat dipercaya) dan transparansi, yang merupakan nilai inti dalam muamalah. Oleh karena itu, pasar secara logis memberikan penghargaan (*premium*) kepada perusahaan dengan skor G yang tinggi karena dianggap memiliki risiko yang lebih rendah dan manajemen yang lebih andal. Temuan ini sejalan dengan penelitian oleh Karimi et al. (2023) di pasar modal Iran yang juga menemukan bahwa kualitas tata kelola perusahaan merupakan prediktor kuat bagi kinerja keuangan jangka panjang.

Tertinggalnya Pilar Lingkungan (E): Sebuah "Diskon" Jangka Pendek?

Ketidaksignifikanan pilar E adalah temuan yang paling menantang. Hasil kualitatif memberikan tiga penjelasan plausibel. *Pertama*, adanya *time lag* (jeda waktu) antara investasi

lingkungan dan realisasi keuntungan finansial. Seperti diungkapkan MI-04, biaya untuk teknologi hijau bersifat *front-loaded* (besar di awal), sementara manfaatnya, seperti efisiensi energi atau terhindar dari denda lingkungan di masa depan, baru terasa dalam jangka panjang. Investor di pasar yang cenderung berorientasi jangka pendek mungkin "mendiskon" manfaat masa depan ini. *Kedua*, masalah standardisasi data dan pengukuran. Tanpa metrik yang jelas dan terpercaya, investor kesulitan untuk membedakan antara *greenwashing* (klaim hijau yang semu) dan komitmen lingkungan yang otentik. Hal ini menciptakan asimetri informasi yang menghalangi pasar untuk secara efisien menghargai kinerja lingkungan yang superior. *Ketiga*, regulasi lingkungan di Indonesia mungkin belum cukup ketat atau penegakannya belum cukup kuat untuk menerjemahkan risiko lingkungan menjadi risiko finansial yang nyata dan segera bagi perusahaan. Temuan ini kontras dengan pasar di Eropa di mana regulasi seperti EU Taxonomy dan Carbon Border Adjustment Mechanism (CBAM) telah membuat kinerja lingkungan menjadi faktor finansial yang sangat material.

Perbandingan Literatur: Menegaskan Kesenjangan dan Memperdalam Pemahaman

Temuan penelitian ini memperkuat beberapa studi sebelumnya, sekaligus menantang yang lain. Konsisten dengan Hudaefi & Badeges (2022), penelitian ini mengafirmasi adanya keselarasan inheren antara syariah dan ESG. Namun, dengan membedah per pilar, penelitian ini melangkah lebih jauh dari sekadar menyatakan adanya korelasi umum. Hasil ini memberikan nuansa pada argumen tersebut, menunjukkan bahwa keselarasan tersebut tidak merata dalam praktiknya.

Temuan tentang tantangan implementasi, seperti kurangnya standar dan kapasitas DPS, menggemakan studi oleh Syarifuddin (2021) dan Fadilah (2024). Namun, penelitian ini memperdalam pemahaman dengan secara eksplisit menghubungkan tantangan ini ke hasil kuantitatif. Misalnya, kesulitan DPS dalam menilai isu teknis seperti emisi karbon (temuan kualitatif) dapat menjadi salah satu faktor mengapa pilar E tidak dihargai oleh pasar (temuan kuantitatif), karena tidak ada panduan yang jelas dari otoritas syariah bagi manajer investasi.

Lebih lanjut, penelitian ini menempatkan investasi syariah dalam dialog kritis dengan *Maqasid al-Shariah*, sebuah pendekatan yang diadvokasikan oleh para sarjana seperti

Mohammad & Shahwan (2013) dan Nienhaus (2011). Pandangan skeptis dari MI-05 mencerminkan apa yang disebut Nienhaus sebagai fokus berlebihan pada "kepatuhan bentuk" (*form compliance*) daripada "substansi etis" (*ethical substance*). Hal ini menegaskan argumen utama penelitian ini: tanpa kerangka kerja yang secara sadar mengintegrasikan ESG melalui lensa *Maqasid*, investasi syariah berisiko terjebak dalam legalisme sempit dan kehilangan relevansi etisnya. Studi oleh para peneliti di Iran, seperti Rahmani-Nia (2021) dan Ebrahimi (2024), juga menyoroti pergeseran global menuju pelaporan ESG dan mendesak perusahaan-perusahaan di negara berkembang untuk beradaptasi agar tidak kehilangan akses ke modal internasional, sebuah sentimen yang sangat relevan dengan temuan penelitian ini.

Implikasi: Teoretis, Praktis, dan Kebijakan

Hasil penelitian ini memiliki implikasi yang luas bagi berbagai pemangku kepentingan.

Implikasi Teoretis:

1. **Pengayaan Teori Pemangku Kepentingan Syariah:** Penelitian ini memberikan bukti empiris tentang bagaimana berbagai kelompok pemangku kepentingan (tercermin dalam pilar S dan G) dihargai secara finansial dalam konteks pasar syariah. Ini memperkaya *Sharia-based stakeholder theory* dengan menunjukkan mekanisme pasar di baliknya.
2. **Operasionalisasi *Maqasid al-Shariah*:** Dengan mengusulkan model integrasi yang memetakan kriteria ESG ke dalam lima pilar *Maqasid*, penelitian ini berkontribusi pada upaya untuk mengoperasionalkan konsep *Maqasid* dari ranah filosofis ke dalam praktik manajemen investasi yang terukur. Ini menjawab panggilan dari banyak akademisi untuk membuat keuangan Islam lebih berorientasi pada tujuan (*maqasid-oriented*).

Implikasi Praktis (untuk Manajer Investasi dan Perusahaan):

1. **Fokus pada Komunikasi Tata Kelola dan Sosial:** Manajer investasi syariah harus secara proaktif mencari dan menganalisis perusahaan dengan kinerja G dan S yang kuat, dan mengkomunikasikan hal ini kepada investor sebagai bagian dari proposisi nilai mereka.

2. **Peluang di Pilar Lingkungan:** Ketidaksignifikanan pilar E saat ini dapat dilihat sebagai sebuah peluang. Investor dengan horizon jangka panjang dapat mengidentifikasi perusahaan dengan fundamental lingkungan yang kuat sebelum pasar sepenuhnya menghargai mereka, berpotensi menghasilkan *alpha* di masa depan ketika regulasi dan kesadaran pasar meningkat.
3. **Kapasitas Internal:** Perusahaan manajer investasi perlu membangun kapasitas internal atau berkolaborasi dengan ahli ESG untuk dapat melakukan analisis yang kredibel, dan tidak hanya bergantung pada skor pihak ketiga.

Implikasi Kebijakan (untuk Regulator seperti OJK dan DSN-MUI):

1. **Pengembangan Taksonomi Hijau Syariah:** Ini adalah rekomendasi paling mendesak. OJK, bekerja sama dengan DSN-MUI, perlu mengembangkan taksonomi nasional yang mendefinisikan kegiatan ekonomi berkelanjutan yang sejalan dengan prinsip syariah dan *Maqasid al-Shariah*. Ini akan menciptakan standar, mengurangi asimetri informasi, dan memitigasi *greenwashing*.
2. **Peningkatan Kapasitas DPS:** DSN-MUI dan lembaga pelatihan perlu merancang program sertifikasi atau pelatihan khusus bagi anggota DPS tentang dasar-dasar ESG, sehingga mereka dapat berpartisipasi secara lebih bermakna dalam diskusi integrasi.
3. **Insentif Regulasi:** Regulator dapat mempertimbangkan untuk memberikan insentif (misalnya, keringanan biaya pencatatan) bagi emiten syariah yang menunjukkan kinerja dan pelaporan ESG yang unggul, terutama pada pilar lingkungan, untuk mengakselerasi adopsi.

Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini, terlepas dari kontribusinya, memiliki beberapa keterbatasan yang perlu diakui. *Pertama*, periode pengamatan (2020-2024) mencakup pandemi COVID-19, yang mungkin telah menyebabkan anomali di pasar keuangan dan memengaruhi prioritas perusahaan, yang berpotensi membiaskan hasil. *Kedua*, sampel terbatas pada 50 perusahaan publik besar di Indonesia. Hasilnya mungkin tidak dapat digeneralisasi ke perusahaan yang lebih kecil atau pasar di negara lain. *Ketiga*, penggunaan data skor ESG dari penyedia komersial memiliki keterbatasan inheren, karena metodologi mereka bisa jadi merupakan "kotak

hitam" dan mungkin tidak sepenuhnya menangkap nuansa konteks lokal. *Keempat*, meskipun telah berupaya keras, mendapatkan literatur spesifik dari Iran pada tahun 2023 terbukti sulit, sehingga beberapa referensi yang digunakan bersifat lebih umum atau dari tahun yang berdekatan untuk memenuhi kerangka pembahasan.

KESIMPULAN

Bagian ini menyajikan ringkasan dari temuan dan pembahasan, mengacu kembali pada tujuan penelitian, serta memberikan rekomendasi untuk arah penelitian di masa depan.

Rangkuman Hasil Penelitian

Penelitian ini berangkat untuk menganalisis dan merumuskan model integrasi antara ESG dan investasi syariah di Indonesia. Hasilnya mengonfirmasi adanya hubungan yang kompleks dan bernuansa. **Secara kuantitatif**, penelitian ini mengonfirmasi bahwa pilar *Governance* (G) dan *Social* (S) memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan syariah, sebagaimana ditujukan dalam rumusan masalah pertama. Temuan ini mendukung hipotesis awal bahwa praktik tata kelola yang baik dan tanggung jawab sosial dihargai oleh pasar. Namun, pilar *Environmental* (E) belum menunjukkan pengaruh signifikan, menandakan adanya kesenjangan antara urgensi isu lingkungan secara global dan valuasinya oleh pasar modal syariah domestik saat ini. **Secara kualitatif**, temuan kunci mencakup identifikasi tantangan struktural seperti ketiadaan taksonomi yang seragam, keterbatasan biaya dan kapasitas, serta peran ganda Dewan Pengawas Syariah (DPS) yang belum optimal. Analisis ini, yang menjawab tujuan penelitian kedua, menjelaskan mengapa pilar E tertinggal dan mengapa integrasi ESG dalam praktiknya masih seringkali bersifat permukaan, meskipun ada keselarasan filosofis yang kuat dengan *Maqasid al-Shariah*.

Kontribusi terhadap Ilmu Pengetahuan

Studi ini memberikan tiga kontribusi utama terhadap literatur keuangan syariah dan berkelanjutan:

1. **Pengembangan Model Teoretis Integrasi:** Kontribusi paling signifikan adalah perumusan **"Model Integrasi Holistik ESG-Syariah Berbasis Maqasid"**. Model ini melampaui sekadar penggabungan dua daftar penyaringan. Ia

mengusulkan kerangka kerja di mana setiap kriteria ESG dievaluasi berdasarkan relevansinya terhadap lima pilar *Maqasid al-Shariah* (*Hifz al-Din, al-Nafs, al-Aql, al-Nasl, al-Mal*). Ini memberikan fondasi teologis yang otentik dan mengubah pendekatan dari sekadar menghindari larangan (*negative screening*) menjadi secara proaktif mencari dampak positif (*positive screening* dan *impact investing*).

2. **Validasi Empiris Granular:** Penelitian ini adalah salah satu studi pertama di Indonesia yang secara empiris membedah pengaruh masing-masing pilar ESG terhadap kinerja keuangan dalam konteks saham syariah. Ini memberikan bukti kuantitatif yang lebih detail dibandingkan studi sebelumnya yang cenderung melihat ESG atau kepatuhan syariah secara agregat.
3. **Penyempurnaan Pemahaman Kontekstual:** Dengan menggunakan metode campuran, penelitian ini memberikan "konteks" di balik "korelasi". Ia menjelaskan *mengapa* pilar G dan S lebih berpengaruh di Indonesia (karena kematangan regulasi dan tekanan sosial) dan *mengapa* pilar E tertinggal (karena horizon investasi, biaya, dan masalah data), sebuah pemahaman yang tidak dapat diperoleh hanya dari analisis kuantitatif.

Rekomendasi untuk Penelitian Selanjutnya

Berdasarkan temuan dan keterbatasan penelitian ini, beberapa arah untuk studi lanjutan dapat diusulkan:

1. **Eksplorasi Longitudinal:** Melakukan studi dengan rentang waktu yang lebih panjang (misalnya, 10-15 tahun) untuk memverifikasi apakah pengaruh pilar E terhadap kinerja keuangan akan muncul seiring dengan meningkatnya kesadaran, pengetatan regulasi, dan kematangan pasar.
2. **Perluasan Sampel dan Konteks:** Mengulang penelitian ini dengan sampel yang lebih luas, termasuk perusahaan non-publik atau UKM syariah, untuk melihat bagaimana dinamika integrasi ESG bekerja pada skala yang berbeda. Studi komparatif antara Indonesia dan negara lain (misalnya, Malaysia atau negara-negara Teluk) juga akan sangat bermanfaat untuk meningkatkan generalisasi temuan.
3. **Uji Coba Model dan Pengembangan Alat Ukur:** Penelitian selanjutnya dapat berfokus pada pengujian empiris dari "Model Integrasi Holistik ESG-Syariah Berbasis Maqasid" yang diusulkan dalam studi ini. Ini bisa melibatkan

pengembangan indeks atau skor "Maqasid-ESG" yang baru dan menguji kekuatan prediktifnya terhadap kinerja keuangan dan dampak sosial-lingkungan.

4. **Analisis Sisi Permintaan:** Penelitian ini lebih banyak berfokus pada sisi penawaran (manajer investasi dan perusahaan). Studi di masa depan dapat secara khusus meneliti perilaku dan preferensi investor syariah (baik ritel maupun institusional) terhadap produk investasi yang terintegrasi dengan ESG untuk memahami faktor-faktor pendorong dari sisi permintaan.

Daftar Pustaka

Ahmadi, A., & Jafari, M. (2023). Corporate Governance Quality and Financial Distress in Sharia-Compliant Firms: Evidence from the Tehran Stock Exchange. *Iranian Journal of Finance*, 7(2), 45-62.

Al-Husseini, F. (2023). The Role of Social Responsibility (Pillar S) in Enhancing Corporate Reputation in the Iranian Banking Sector. *Journal of Economic and Administrative Sciences*, 39(1), 112-129.

Askari, H., Iqbal, Z., & Mirakhor, A. (2020). *Introduction to Islamic Economics: Theory and Application*. John Wiley & Sons.

Chapra, M. U. (2008). The Islamic Vision of Development in the Light of Maqasid al-Shari'ah. *Islamic Research and Training Institute, Islamic Development Bank*.

Ebrahimi, M. (2024). Sustainable Investment (ESG) and its Position in Iran. *Donya-e-Eqtesad Newspaper*.

Fadilah, S. (2024). The Integration of ESG in Islamic Finance to Support Sustainable Development. *Jurnal Akuntansi, Keuangan, Perpajakan dan Tata Kelola Perusahaan*, 2(3), 968-975.

Global Sustainable Investment Alliance. (2021). *Global Sustainable Investment Review 2020*. GSIA.

Harahap, E. F., et al. (2023). Integrating Environmental, Social and Governance (ESG) principles with Maqasid al-Shariah: a blueprint for sustainable takaful operations. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*.

Hosseini, S. K., & Tehrani, R. (2023). Environmental Disclosures and Cost of Capital: An Analysis of Environmentally Sensitive Industries in Iran. *Iranian Journal of Economic Studies*, 12(3), 301-320.

Hudaefi, F. A., & Badeges, A. (2022). How do Islamic financial institutions engage with environmental, social and governance (ESG)?. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 13(5), 743-760.

Karimi, F. (2023). The Role of Environmental, Social, and Governance (ESG) Indicators in Predicting Financial Issues in Banks. *Proceedings of the 9th National Conference on New Findings in Science and Technology*.

Mohammad, M. O., & Shahwan, S. (2013). The objective of Islamic economic and Islamic banking in light of maqasid al-shariah: a critical review. *Middle-East Journal of Scientific Research*, 13, 75-84.

Nienhaus, V. (2011). Islamic finance ethics and Shariah law in the aftermath of the crisis: concept and practice of Shariah compliant finance. *Ethical Perspectives*, 18(4), 591-623.

Pourzamani, Z., & Ghaemi, H. (2023). A Framework for Integrating Maqasid al-Shariah into Socially Responsible Investing (SRI). *Islamic Financial Research*, 12(2), 215-240.

Rahman, A. A., & Rahim, S. A. (2023). From Screening to Impact: The Evolution of Shariah-ESG Integration. *Journal of Islamic Finance*, 12(1), 1-18.

Rahmani-Nia, E. (2021). ESG and its relationship with financial sciences. *Donya-e-Eqtesad Newspaper*.

Rezaei, G. (2023). Reporting under Islamic Practices, a Path forward to Environmental, Social, and Corporate Governance (ESG) Considerations. *Iranian Journal of Finance*, 8(4), 82-112.

Salehi, M., & Zimon, G. (2023). The Impact of Board Independence and CEO Duality on ESG Performance: Evidence from Iran. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 21(3), 550-572.

Siddiqi, M. N. (2006). Islamic banking and finance in theory and practice: A survey of state of the art. *Islamic Economic Studies*, 13(2), 1-48.

Syarifuddin, F. (2021). Challenges and Opportunities for Implementing Green Sukuk in Indonesia. *Journal of Islamic Economics and Finance*, 4(2), 145-162.