

**EFEKTIVITAS BITCOIN SEBAGAI *SAFE HAVEN* DAN *INSTRUMEN*
HEDGING DALAM PORTOFOLIO MULTI-ASET SELAMA MASA
KRISIS 2022–2025 : PERSPEKTIF *MAQASHID SYARIAH***



SKRIPSI

**DIAJUKAN KEPADA FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS ISLAM
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI SUNAN KALIJAGA YOGYAKARTA
SEBAGAI SALAH SATU SYARAT MEMPEROLEH GELAR SARJANA
MANAJEMEN KEUANGAN SYARIAH STRATA-1 (S1)**

OLEH

GHAZY SYAHRUL HAQ KAMAL

NIM: 22108030045

PEMBIMBING

Ratna Sofiana, SH.,M.SI.

NIP: 19910716 201903 1 018

PROGRAM STUDI

MANAJEMEN KEUANGAN SYARIAH

FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS ISLAM

UNIVERSITAS ISLAM NEGERI SUNAN KALIJAGA YOGYAKARTA

2026

HALAMAN PENGESAHAN



**KEMENTERIAN AGAMA
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI SUNAN KALIJAGA
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS ISLAM**

Jl. Marsda Adisucipto Telp. (0274) 550821, 512474 Fax. (0274) 586117 Yogyakarta 55281

PENGESAHAN TUGAS AKHIR

Nomor : B-224/Un.02/DEB/PP.00.9/02/2026

Tugas Akhir dengan judul : EFEKTIVITAS BITCOIN SEBAGAI SAFE HAVEN DAN INSTRUMEN HEDGING
DALAM PORTOFOLIO MULTI-ASET SELAMA MASA KRISIS 2022 ÷ 2025 :
PERSPEKTIF MAQASHID SYARIAH

yang dipersiapkan dan disusun oleh:

Nama : GHAZY SYAHRUL HAQ KAMAL
Nomor Induk Mahasiswa : 22108030045
Telah diujikan pada : Jumat, 23 Januari 2026
Nilai ujian Tugas Akhir : A

dinyatakan telah diterima oleh Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta

TIM UJIAN TUGAS AKHIR



Ketua Sidang

Ratna Sofiana, SH.M.SI
SIGNED

Valid ID: 697cc3foeggd



Penguji I

Dr. Mukhamad Yazid Afandi, M.Ag.
SIGNED

Valid ID: 697c6ge01ecto



Penguji II

Furqonul Haq, S.E.I., M.E.I
SIGNED

Valid ID: 697ccafeafegb



Yogyakarta, 23 Januari 2026
UIN Sunan Kalijaga
Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam

Prof. Dr. Misnen Ardiansyah, S.E., M.Si., Ak., CA., ACPA.
SIGNED

Valid ID: 698af0e83cbz4

HALAMAN PERSETUJUAN SKRIPSI

Hal : Skripsi Saudara Ghazy Syahrul Haq Kamal

Kepada
Yth. Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam
UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta
DI Yogyakarta

Assalamu'alaikum Wr. Wb

Setelah membaca, meneliti, memberikan petunjuk dan mengkoreksi serta mengadakan perbaikan seperlunya, maka saya selaku pembimbing berpendapat baik skripsi saudara:

Nama : Ghazy Syahrul Haq Kamal
NIM : 22108030045
Judul Skripsi : **Efektivitas Bitcoin Sebagai Safe Haven Dan Instrumen Hedging Dalam Portofolio Multi-Aset Selama Masa Krisis 2022–2025 : Perspektif Maqashid Syariah**

Sudah dapat diajukan kepada Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam Program Studi Manajemen Keuangan Syariah UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Sarjana Strata Satu dalam Ilmu Ekonomi Islam.

Dengan ini saya mengharapkan agar skripsi di atas dapat segera dimunaqosyahkan. Atas perhatiannya saya ucapkan terimakasih.

Wassalamu'alaikum Wr. Wb.

STATE ISLAMIC UNIVERSITY
SUNAN KALIJAGA
YOGYAKARTA

Yogyakarta, 14 Januari 2026
Pembimbing



Ratna Sofiana, SH.,M.SI.
19910716 201903 1 018

HALAMAN PERNYATAAN KEASLIAN

Yang Bertanda Tangan dibawah ini:

Nama : Ghazy Syahrul Haq Kamal
NIM : 22108030045
Program Studi : Manajemen Keuangan Syariah
Fakultas : Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam

Menyatakan bahwa skripsi yang berjudul: "**Efektivitas Bitcoin Sebagai Safe Haven Dan Instrumen Hedging Dalam Portofolio Multi-Aset Selama Masa Krisis 2022–2025 : Perspektif Maqashid Syariah**" adalah benar benar merupakan hasil karya penyusunan sendiri, bukan duplikasi atau saduran dari karya orang lain kecuali pada bagian yang telah dirujuk dan disebut dalam body note dan daftar pustaka. Apabila di lain waktu adanya penyimpangan dalam karya ini, maka tanggung jawab sepenuhnya ada pada penyusun.

Demikian surat ini saya buat agar dapat di maklumi.

Yogyakarta, 14 Januari 2026
Penulis



Ghazy Syahrul Haq Kamal
22108030045

STATE ISLAMIC UNIVERSITY
SUNAN KALIJAGA
YOGYAKARTA

HALAMAN PERSETUJUAN PUBLIKASI

Sebagai civitas akademika UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta, saya yang bertanda tangan dibawah ini :

Nama : Ghazy Syahrul Haq Kamal
NIM : 22108030045
Program Studi : Manajemen Keuangan Syariah
Fakultas : Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam
Jenis Karya : Skripsi

Demi perkembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan kepada UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta Hak Bebas Royalti Non Eksklusif (non-exclusive free right) atas karya saya yang berjudul:

“Efektivitas Bitcoin Sebagai *Safe Haven* Dan *Instrumen Hedging* Dalam Portofolio Multi-Aset Selama Masa Krisis 2022–2025 : Perspektif *Maqashid Syariah*”

Beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Non-Eksklusif ini, UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta berhak menyimpan, mengalihmedia/formatkan, mengelola, dalam bentuk pangkalan data (database), merawat, dan memublikasikan tugas akhir saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik hak cipta. Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Yogyakarta, 14 Januari 2026
Penulis



Ghazy Syahrul Haq Kamal
22108030045

STATE ISLAMIC UNIVERSITY
SUNAN KALIJAGA
YOGYAKARTA

HALAMAN MOTTO

وَإِذْ قَالَ رَبُّكَ لِلْمَلٰٓئِكَةِ اِنِّيْ جَاعِلٌ فِى الْاَرْضِ خَلِيْفَةً ۗ قَالُوْۤا اَتَجْعَلُ فِيْهَا مَنْ يُفْسِدُ فِيْهَا
وَيَسْفِكُ الدِّمَآءَ وَنَحْنُ نُسَبِّحُ بِحَمْدِكَ وَنُقَدِّسُ لَكَ ۗ قَالَ اِنِّيْۤ اَعْلَمُ مَا لَا تَعْلَمُوْنَ

-Al – Baqarah : 30-



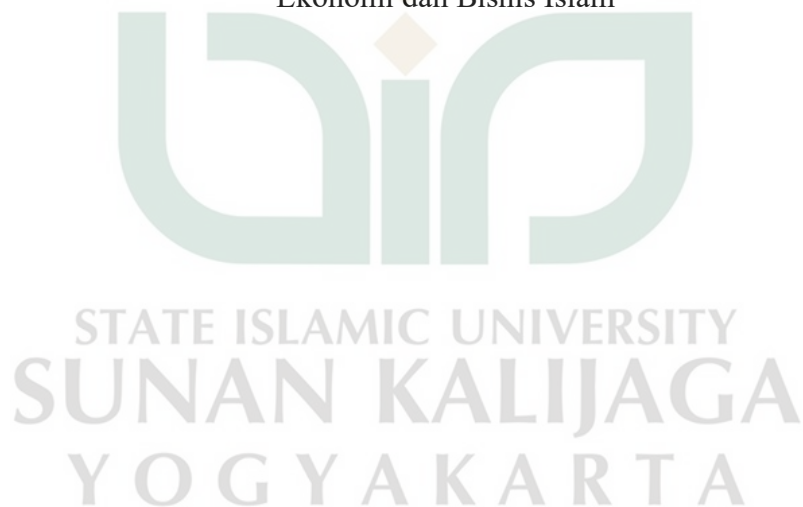
STATE ISLAMIC UNIVERSITY
SUNAN KALIJAGA
YOGYAKARTA

HALAMAN PERSEMBAHAN

Dengan menyebut nama Allah Yang Maha Pengasih lagi Maha Penyayang. Segala puji dan syukur penulis panjatkan ke hadirat Allah SWT atas segala limpahan rahmat, karunia, dan petunjuk-Nya. Shalawat serta salam semoga senantiasa tercurah kepada Nabi Muhammad SAW. Atas izin dan pertolongan-Nya, penulisan skripsi ini dapat diselesaikan dengan baik.

Skripsi ini penulis persembahkan kepada kedua orang tua tercinta yang senantiasa memberikan kasih sayang tak terhingga, pengorbanan, serta lantunan doa tulus di setiap sujudnya demi keberhasilan penulis. Ucapan terima kasih dan penghargaan setinggi-tingginya juga penulis sampaikan kepada Dosen Pembimbing Akademik dan Dosen Pembimbing Skripsi atas segala bimbingan dan kesabarannya, seluruh dosen yang telah membagikan ilmu yang bermanfaat, serta almamater kebanggaan Universitas Islam Negeri Sunan Kalijaga Yogyakarta, khususnya Fakultas

Ekonomi dan Bisnis Islam



PEDOMAN TRANSLITERASI ARAB-LATIN

Transliterasi kata-kata arab yang dipakai dalam penyusunan skripsi ini berpedoman pada Surat Keputusan Bersama Menteri Agama dan Menteri Pendidikan dan Kebudayaan Republik Indonesia Nomor: 158/1987 dan 0543b/U/1987.

A. Konsonan Tunggal

Huruf Arab	Nama	Huruf Latin	Keterangan
ا	Alīf	Tidak dilambangkan	Tidak dilambangkan
ب	Ba'	B	Be
ت	Ta'	T	Te
ث	ša'	Ş	S (dengan titik diatas)
ج	Jīm	J	Je
ح	Hā'	Ḥ	Ha (dengan titikdibawah)
خ	Kha'	Kh	K dan h
د	Dāl	D	De
ذ	Ẓāl	Ẓ	Z (dengan titik diatas)
ر	Ra'	R	Er
ز	Za'	Z	Zet
س	Sīn	S	Es
ش	Syīn	Sy	Es dan ye
ص	Sād	Ş	Es (dengan titik dibawah)
ض	Dād	Ḍ	De (dengan titik dibawah)
ط	Ta'	Ṭ	Te (dengan titik di bawah)

ظ	Zâ'	Z	Zet (dengan titik di bawah)
ع	'Aīn	'	Koma terbalik ke atas
غ	Gāīn	G	Ge
ف	Fa'	F	Ef
ق	Qāf	Q	Qi
ك	Kāf	K	Ka
ل	Lām	L	'el
م	Mīm	M	'em
ن	Nūn	N	'en
و	Wāwu	W	W
ه	Ha'	H	Ha
ء	Hamzah	'	Apostrof
ي	Ya'	Y	Ye

B. Konsonan Rangkap karena Syaddah Ditulis Rangkap

مُتَعَدِّدَةٌ	Ditulis	<i>Muta'addidah</i>
عِدَّةٌ	Ditulis	<i>'iddah</i>

C. Ta' Marbuttah

Semua ta' marbuttah ditulis dengan h, baik berada pada kata tunggal ataupun berada di tengah penggabungan kata (kata yang diikuti oleh kata sandang "al"). Ketentuan ini tidak diperlukan bagi kata-kata arab yang sudah

terserap dalam bahasa Indonesia, seperti shalat, zakat, dan sebagainya kecuali dikehendaki kata aslinya.

حِكْمَةٌ	Ditulis	<i>Hikmah</i>
جِزْيَةٌ	Ditulis	<i>Jizyah</i>
كَرَامَةُ الْأَوْلِيَاءِ	Ditulis	<i>Karāmah al-auliā'</i>

D. Vokal Pendek dan Penerapannya

---َ---	Fathah	Ditulis	A
---ِ---	Kasrah	Ditulis	I
---ُ---	Dammah	Ditulis	U
فعل	Fathah	Ditulis	<i>Fa'ala</i>
ذكر	Kasrah	Ditulis	<i>Zukira</i>
يذهب	Dammah	Ditulis	<i>Yazhabu</i>

E. Vokal Panjang

1. fathah + alif	Ditulis	A
جاهليہ	Ditulis	<i>Jahiliyyah</i>
2. fathah + ya" mati	Ditulis	A
تنسى	Ditulis	<i>Tansa</i>
3. kasrah + ya" mati	Ditulis	I
كريم	Ditulis	<i>Karim</i>
4. dhammah + wawu mati	Ditulis	U
فرود	Ditulis	<i>Furud</i>

F. Vokal Rangkap

1. fathah + ya' mati	Ditulis	<i>Ai</i>
بينكم	Ditulis	<i>Bainakum</i>
2. fathah + wawu mati	Ditulis	<i>Au</i>
قول	Ditulis	<i>Qaul</i>

G. Vokal Pendek yang Berurutan dalam Satu Kata yang dipisahkan dengan Apostof

أنتم	Ditulis	<i>A'antum</i>
أعدت	Ditulis	<i>U'iddat</i>
لنشكركم	Ditulis	<i>La'in syakartum</i>

H. Kata Sandang Alif+Lam

1. Bila diikuti huruf qomariyyah maka ditulis menggunakan huruf awal “al”.

القرآن	Ditulis	<i>Al- Quran</i>
القياس	Ditulis	<i>Al-Qiyas</i>

2. Bila diikuti huruf syamsiyyah maka ditulis sesuai dengan huruf pertama syamsiyyah tersebut.

السماء	Ditulis	<i>As-sama'</i>
الشمس	Ditulis	<i>Asy-syams</i>

I. Penulisan Kata-Kata dalam Rangkaian Kalimat

ذوي الفروض	Ditulis	<i>Zawi al-furud</i>
أهل السنة	Ditulis	<i>Ahl as-sunnah</i>

KATA PENGANTAR

Puji Syukur Kami panjatkan kepada Allah SWT, yang telah melimpahkan rahmat dan hidayah-Nya sehingga peneliti dapat menyelesaikan penyusunan skripsi dengan judul “Efektivitas Bitcoin Sebagai Safe Haven Dan Instrumen Hedging Dalam Portofolio Multi-Aset Selama Masa Krisis 2022–2025 : Perspektif Maqashid Syariah”.

Skripsi ini disusun sebagai salah satu syarat menyelesaikan Pendidikan Strata Satu (S1) di program Studi Manajemen Keuangan Syariah Universitas Islam Negeri Sunan Kalijaga Yogyakarta. Dalam proses penyusunan skripsi ini, kami menyadari banyaknya bantuan dan dukungan dari berbagai pihak yang tidak dapat kami sebutkan satu per satu. Dengan ini penulis ingin mengucapkan rasa hormat dan terima kasih sebesar-sebesarannya kepada:

1. Bapak Prof. Noorhaidi Hasan, S.Ag., M.A., M.Phil., Ph.D., selaku Rektor UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta.
2. Bapak Prof. Dr. Misnen Ardiansyah, S.E., M.Si., K.C.A., ACPA., selaku Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta.
3. Bapak Dr. Darmawan, S.Pd., M.A.B., selaku Ketua Program Studi Manajemen Keuangan Syariah.
4. Ibu Hilmy Baroroh, S.E.I., M.E.K, selaku Dosen Pembimbing Akademik (DPA) penulis selama menempuh studi.
5. Bapak Izra Berakon, M.Sc., selaku Dosen Pembimbing Skripsi yang telah memberikan arahan, bimbingan, kritik yang membangun, serta dukungan selama proses penulisan skripsi.

6. Ibu Ratna Sofiana, SH.,M.SI., selaku Dosen Pembimbing Skripsi kedua yang telah memberikan arahan, bimbingan, kritik yang membangun, serta dukungan selama proses akhir penulisan skripsi.
7. Seluruh Dosen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta yang telah memberikan ilmu pengetahuan serta membantu dalam proses administrasi selama perkuliahan.
8. Kedua orang tua penulis yang senantiasa memberikan doa, motivasi, serta dukungan dalam menyelesaikan pendidikan, baik secara moral maupun material.
9. Teman-teman HMPS Bidang Eksternal Periode 2024–2025 yang turut membantu mendampingi proses penulisan skripsi serta menjadi rekan diskusi dalam berbagai hal, termasuk tentang kehidupan.
10. Teman-teman pesantren Angkatan 2022 Darussalam Ciamis dan Angkatan 2022 Manajemen Keuangan Syariah yang telah memberikan dukungan, kebersamaan, serta kenangan berharga.

STATE ISLAMIC UNIVERSITY
SUNAN KALIJAGA
YOGYAKARTA

Yogyakarta, 14 Januari 2026



Ghazy Syahrul Haq Kamal
22108030045

DAFTAR ISI

HALAMAN PENGESAHAN	i
HALAMAN PERSETUJUAN SKRIPSI	iii
HALAMAN PERNYATAAN KEASLIAN	iv
HALAMAN PERSETUJUAN PUBLIKASI	v
HALAMAN MOTTO	vi
HALAMAN PERSEMBAHAN	vii
PEDOMAN TRANSLITERASI ARAB-LATIN	viii
KATA PENGANTAR	xii
DAFTAR ISI	xiv
DAFTAR GAMBAR	xvi
DAFTAR TABEL	xvii
ABSTRAK	xviii
ABSTRACT	xix
BAB I PENDAHULUAN	1
A. Latar Belakang	1
B. Rumusan Masalah	11
C. Tujuan Penelitian.....	12
D. Manfaat Penelitian	12
E. Sistematika Pembahasan	13
BAB II KAJIAN PUSTAKA	16
A. Landasan Teori	16
B. Kajian Pustaka.....	52
C. Pengembangan Hipotesis	55
D. Kerangka Teoritik.....	58
BAB III METODE PENELITIAN	59
A. Jenis Penelitian.....	59
B. Variabel dan Definisi Operasional Variabel	60
C. Populasi dan Sampel	66
D. Data, Sumber Data dan Teknik Pengumpulan Data.....	69
E. Teknik Analisis Data	72
BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN	96

A. Analisis Statistik Deskriptif, Uji Stasioner, dan Uji ARCH.....	96
B. Analisis Volatilitas dan Korelasi Dinamis.....	100
C. Analisis Regresi Kuantil	109
D. Analisis Statistik: Efektivitas Portofolio (Perspektif PMPT).....	112
E. Uji Ketahanan (Robustness Check)	115
F. Uji Hipotesis.....	118
G. Pembahasan.....	120
H. Analisis Perspektif Maqashid Syariah	129
BAB V PENUTUP.....	150
A. Kesimpulan	150
B. Saran.....	152
DAFTAR PUSTAKA.....	154
CURICULUM VITAE	163



DAFTAR GAMBAR

Gambar 1. 1 Pergerakan Harga Bitcoin Periode Januari 2022 - Oktober 2025	2
Gambar 2. 1 Kerangka Teoritik.....	58
Gambar 3 1Kerangka Teoritik.....	95
Gambar 4. 1 Volatilitas conditional variance (GARCH).....	103
Gambar 4. 2 Volatilitas Dynamic Conditional Correlation (DCC).....	107



DAFTAR TABEL

Tabel 2. 1 Penelitian Terdahulu.....	53
Tabel 4. 1 Statistik Deskriptif (Data Harian)	97
Tabel 4. 2 Statistik Deskriptif (Data Mingguan).....	97
Tabel 4. 3 Hasil Estimasi Parameter Model GARCH (1.1)	101
Tabel 4. 4 Hasil Uji Dynamic Conditional Correlation (DCC).....	105
Tabel 4. 5 Hasil Estimasi Quantile Regression (Daily).....	109
Tabel 4. 6 Hasil Estimasi Quantile Regression (Weekly)	111
Tabel 4. 7 Hasil Estimasi HE Score	113
Tabel 4. 8 Hasil Evaluasi Kinerja Portofolio Berbasis PMPT (Downside Deviation dan Sortino Ratio)	114
Tabel 4. 9 Hasil Uji Robustness (Robustness Check).....	116



STATE ISLAMIC UNIVERSITY
SUNAN KALIJAGA
YOGYAKARTA

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis efektivitas Bitcoin sebagai instrumen *safe haven* dan *hedging* dalam portofolio multi-aset selama periode krisis global (2022–2025) serta mengevaluasi legalitasnya dalam perspektif ekonomi Islam. Menggunakan pendekatan kuantitatif dengan model *Dynamic Conditional Correlation* (DCC-GARCH) dan *Quantile Regression*, studi ini menemukan bahwa Bitcoin gagal berfungsi sebagai *safe haven* selama fase *Systemic Contagion* (2022) karena menunjukkan korelasi positif ekstrem dengan pasar saham, namun terbukti efektif sebagai *hedging* selektif terhadap depresiasi mata uang fiat (USD) selama krisis perbankan 2023. Evaluasi kinerja menggunakan *Post-Modern Portfolio Theory* (PMPT) menyingkap "Paradoks Volatilitas", yang menunjukkan bahwa penambahan Bitcoin menurunkan varians total namun memperburuk efisiensi kinerja (*Sortino Ratio*) akibat risiko ekor (*tail risk*) yang tinggi. Berdasarkan analisis Maqashid Syariah dengan *Systems Approach* Jasser Auda, status Bitcoin disimpulkan sebagai *Mubah Muqayyad* (Boleh Bersyarat), yakni diperbolehkan untuk investasi jangka panjang (*Hajiyyat*) dengan alokasi minoritas (<5%) demi menjaga nilai harta (*Hifzh al-Mal*), tetapi dilarang untuk dana darurat (*Dharuriyyat*) karena risiko likuiditas yang mendekati spekulasi (*Maysir*).

Kata Kunci: Bitcoin, *Safe Haven*, *Hedging Effectiveness*, *Post-Modern Portfolio Theory* (PMPT), Maqashid Syariah, *DCC-GARCH*, *Quantile Regression*, Manajemen Risiko Islam

STATE ISLAMIC UNIVERSITY
SUNAN KALIJAGA
YOGYAKARTA

ABSTRACT

This study aims to analyze the effectiveness of Bitcoin as a safe haven and hedging instrument in a multi-asset portfolio during the global crisis period (2022–2025) and to evaluate its legality from an Islamic economic perspective. Employing a quantitative approach with Dynamic Conditional Correlation (DCC-GARCH) and Quantile Regression models, this study finds that Bitcoin failed to function as a safe haven during the Systemic Contagion phase (2022) as it exhibited extreme positive correlation with the stock market; however, it proved effective as a selective hedge against fiat currency depreciation (USD) during the 2023 banking crisis. Performance evaluation using Post-Modern Portfolio Theory (PMPT) reveals a "Volatility Paradox," where the addition of Bitcoin lowered total variance but worsened performance efficiency (Sortino Ratio) due to high tail risk. Based on Maqashid Shariah analysis utilizing Jasser Auda's Systems Approach, Bitcoin's status is concluded as Mubah Muqayyad (Conditionally Permissible)—specifically permissible for long-term investment (Hajiyyat) with a minority allocation (<5%) to preserve wealth (Hifzh al-Mal), but prohibited for emergency funds (Dharuriyyat) due to liquidity risks bordering on speculation (Maysir).

Keywords: *Bitcoin, Safe Haven, Hedging Effectiveness, Post-Modern Portfolio Theory, Maqashid Shariah, DCC-GARCH, Quantile Regression, Islamic Risk Management.*

STATE ISLAMIC UNIVERSITY
SUNAN KALIJAGA
YOGYAKARTA

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang

Dalam kurun waktu beberapa tahun terakhir, stabilitas sistem keuangan global menghadapi ujian berat akibat konvergensi krisis multidimensi yang belum pernah terjadi sebelumnya. Eskalasi ketidakpastian ekonomi ini dipicu oleh serangkaian guncangan sistemik, mulai dari dampak berkepanjangan pandemi COVID-19 hingga berbagai konflik geopolitik antar negara. Gangguan rantai pasok akibat konflik geopolitik tersebut telah memicu lonjakan harga komoditas, yang menyebabkan inflasi global mencapai level tertinggi dalam empat dekade terakhir (World Bank, 2022). Konvergensi dari krisis makro ekonomi telah menimbulkan tekanan besar terhadap stabilitas pasar keuangan global (IMF, 2023). Kondisi volatilitas ekstrem ini memaksa investor untuk mengevaluasi ulang strategi portofolio mereka dan mencari instrumen pelindung nilai (*safe haven*) yang teruji untuk mengamankan kekayaan dari erosi nilai (Baur & McDermott, 2010).

Di tengah gejolak tersebut, Bitcoin (BTC) yang diperkenalkan oleh *Satoshi Nakamoto* pada tahun 2009, telah berkembang pesat dari sebuah konsep eksperimental menjadi salah satu aset digital yang strategis dalam lanskap keuangan global (Nakamoto, 2008). Dengan kapitalisasi pasar mencapai lebih dari USD 2,09 triliun pada pertengahan 2025 dan tingkat adopsi yang terus meningkat secara global, Bitcoin mulai diposisikan bukan hanya sebagai alat pembayaran alternatif, tetapi juga sebagai instrumen investasi

strategis (Yermack, 2013). Salah satu klaim paling menonjol dalam literatur dan praktik pasar adalah bahwa Bitcoin dapat berfungsi sebagai *emas digital*, yakni aset yang mampu mempertahankan nilainya di tengah gejolak pasar, mirip dengan peran historis emas dalam sistem keuangan konvensional (Bouriddk., 2017). Namun, untuk memperkuat urgensi dan relevansi empiris dari klaim tersebut, penting untuk meninjau secara lebih dekat bagaimana perilaku harga Bitcoin selama periode krisis aktual dalam beberapa tahun terakhir.

Gambar 1. 1 Pergerakan Harga Bitcoin Periode Januari 2022 - Oktober 2025



Sumber : <https://id.tradingview.com>

Pergerakan harga Bitcoin dari tahun 2022 hingga pertengahan 2025 menunjukkan dinamika yang sangat fluktuatif dan penuh ketidakpastian. Di awal 2022, harga Bitcoin masih berada di atas USD 45.000, namun mengalami penurunan tajam hingga di bawah USD 17.000 pada akhir tahun. Penurunan ini selain oleh tekanan makroekonomi global, dipicu juga oleh dua peristiwa besar: runtuhnya ekosistem *Terra-LUNA* pada Mei 2022 dan kebangkrutan platform FTX pada November 2022, yang menghapus kepercayaan pasar

secara signifikan (Cornelli dkk., 2023). Memasuki 2023, harga Bitcoin relatif stabil di kisaran USD 20.000–30.000 meskipun tekanan dari faktor makroekonomi global, seperti kebijakan moneter ketat Federal Reserve dan kebangkrutan *Silicon Valley Bank* (SVB), tetap membayangi.

Pada 2024, harga Bitcoin kembali melonjak, dipicu oleh peristiwa *Bitcoin Halving* pada April 2024 dan sentimen positif dari persetujuan *ETF Bitcoin Spot*. Kenaikan ini semakin diperkuat oleh meningkatnya adopsi institusional serta pertumbuhan ekosistem *DeFi* (*Fidelity Digital Assets, 2023*). Pada awal 2025, harga Bitcoin bahkan berhasil menembus ambang psikologis USD 100.000 pertama kalinya. Namun, koreksi harga kembali terjadi pada April–Mei 2025 sebagai respons terhadap pengumuman tarif baru oleh pemerintah AS di tengah meningkatnya perang dagang dengan Tiongkok (Liz Lee & Shi Bu, 2025). Fluktuasi ekstrem ini mulai dari *crypto winter* hingga rekor tertinggi menimbulkan pertanyaan besar mengenai perannya sebagai instrumen *safe haven*. Dalam beberapa situasi seperti halving 2024, Bitcoin menunjukkan potensi diversifikasi yang kuat (Aaron Brown, 2024), namun dalam krisis lain seperti kejatuhan FTX, Bitcoin justru menunjukkan kerentanan tinggi yang dapat memperburuk eksposur risiko portofolio (Cornelli dkk., 2023).

Ketidakkonsistenan ini memicu perdebatan akademis. Beberapa studi menyimpulkan bahwa Bitcoin memiliki korelasi negatif terhadap aset berisiko, terutama dalam jangka pendek selama krisis (Shahzad dkk., 2019). Namun, studi lain menunjukkan bahwa Bitcoin justru menunjukkan korelasi positif

dengan pasar saham selama krisis besar seperti COVID-19 (Corbet dkk., 2020), sehingga menimbulkan keraguan terhadap fungsinya sebagai aset protektif dan menekankan sifat spekulatifnya. Kesenjangan hasil penelitian tersebut diperparah oleh penggunaan metode pengukuran risiko yang kurang tepat. Studi oleh (Dyhrberg, 2016) dan (Liu dkk., 2018) menunjukkan bahwa sebagian besar literatur tidak memperhitungkan volatilitas ini secara eksplisit, sehingga hasil analisis bisa menyesatkan dalam konteks manajemen risiko.. Selain itu (Chopra & Mehta, 2022) hanya menganalisis perilaku Bitcoin selama pandemi COVID-19, tanpa mempertimbangkan bahwa respons Bitcoin bisa berbeda pada krisis geopolitik atau krisis spesifik industri seperti runtuhnya bursa kripto. Penelitian ini juga menunjukkan bahwa Bitcoin memiliki perilaku yang sangat bergantung pada konteks, dan oleh karena itu analisis lintas krisis menjadi penting.

Dari sisi metodologi, model-model seperti *DCC-GARCH* memang populer dalam mengkaji dinamika korelasi, namun kurang mampu menangkap variasi dampak pada berbagai tingkat volatilitas pasar. Metode alternatif seperti *Quantile Regression* dapat memberikan gambaran yang lebih lengkap mengenai efektivitas hedging pada kondisi pasar ekstrem maupun normal (Dirk G. Baur K. H., 2018). Sebagian besar studi hanya membandingkan Bitcoin dengan emas atau indeks saham, dan belum secara serius menguji. Selain itu, dinamika terbaru di pasar—seperti kebangkitan harga Bitcoin pasca-2023, meningkatnya integrasi aset kripto dalam portofolio institusional, serta

munculnya ETF Bitcoin spot—semuanya menciptakan konteks baru yang belum cukup diteliti (Aaron Brown, 2024).

Kesenjangan tersebut setidaknya terlihat dalam tiga aspek utama. *Pertama*, banyak studi terdahulu hanya menganalisis satu jenis krisis tertentu, seperti COVID-19 (Chopra & Mehta, 2022), tanpa mempertimbangkan krisis dengan sifat berbeda seperti geopolitik atau keruntuhan pasar kripto. *Kedua*, sebagian besar pendekatan metodologis menggunakan model ekonometrik statis atau semi-dinamis seperti DCC-GARCH, namun belum secara khusus menangkap bagaimana efek volatilitas Bitcoin (Hrytsiuk, 2019) mengungkapkan bahwa asumsi distribusi normal dalam MPT tidak sesuai dengan karakteristik pasar kripto. Mereka menemukan bahwa pengembalian harian dari mata uang kripto seperti Bitcoin, Ethereum, dan lainnya tidak mengikuti distribusi normal, melainkan lebih mendekati distribusi Cauchy. Hal ini menunjukkan bahwa penggunaan varians sebagai ukuran risiko dalam MPT kurang efektif untuk pasar kripto.

Namun, sudut pandang ekonomi Islam belum banyak diintegrasikan, penting pula untuk mempertimbangkan bagaimana pandangan syariah terhadap Bitcoin, baik dari sisi keabsahan asetnya maupun fungsinya sebagai sarana manajemen risiko (Meera, 2018). Dalam sistem ekonomi Islam, prinsip dasar transaksi keuangan bertumpu pada asas keadilan, transparansi, dan penghindaran dari unsur *gharar* (ketidakjelasan), *maysir* (spekulasi), dan *riba* (Chapra, 1985). Namun demikian, ruang kebebasan dalam berinovasi dalam transaksi ekonomi sangat terbuka selama tidak melanggar batasan syariah,

sesuai dengan kaidah fiqh dasar dalam muamalah (Kamali, 2003), sebagaimana kaidah fikih menyatakan:

"الأصل في المعاملات الإباحة حتى يدل الدليل على التحريم"

"Hukum asal dalam segala bentuk muamalah adalah boleh, sampai ada dalil yang mengharamkannya."

Kaidah ini memberikan fondasi bahwa inovasi dalam instrumen keuangan, termasuk penggunaan aset kripto seperti Bitcoin, sah-sah saja selama tidak melanggar prinsip syariah. Maka dari itu, dalam konteks investasi, selama Bitcoin tidak mengandung unsur haram yang jelas (seperti *riba*, *maysir*, atau penipuan), maka penggunaannya sebagai bagian dari strategi lindung nilai (*hedging*) dalam portofolio multi-aset dapat diteliti lebih lanjut secara objektif dan syariah-compliant (Kamar, 2021). Sejalan dengan prinsip tersebut, Al-Qur'an mengajarkan pentingnya proteksi terhadap harta dan risiko melalui perlindungan yang Allah sediakan. Allah SWT berfirman:

قَالَ تَزْرَعُونَ سَبْعَ سِنِينَ دَابًّا فَمَا حَصَدْتُمْ فَذَرُوهُ فِي سُنْبُلِهِ إِلَّا قَلِيلًا مِّمَّا تَأْكُلُونَ ﴿٤٧﴾ ثُمَّ يَأْتِي مِنْ بَعْدِ ذَلِكَ سَبْعٌ شِدَادٌ يَأْكُلْنَ مَا قَدَّمْتُمْ لَهُنَّ إِلَّا قَلِيلًا مِّمَّا تُحْصِنُونَ ﴿٤٨﴾

"(Yusuf) berkata, "Bercocoktanamlah kamu tujuh tahun berturut-turut! Kemudian apa yang kamu tuai, biarkanlah di tangkainya, kecuali sedikit untuk kamu makan. Kemudian, sesudah itu akan datang tujuh (tahun) yang sangat sulit (paceklik) yang menghabiskan apa yang kamu simpan untuk menghadapinya, kecuali sedikit dari apa (bibit gandum) yang kamu simpan" QS. An-Nahl: 47- 48.

Ayat ini secara implisit menunjukkan pentingnya menyimpan hasil panen di masa panen sebagai cadangan logistik untuk menghadapi ketidakpastian di masa paceklik yang akan datang. Dalam penelitian (Imroatus Sholiha, 2024) menegaskan bahwa strategi Nabi Yusuf AS ini merupakan bentuk nyata dari manajemen resesi ekonomi melalui pengelolaan aset dengan

mekanisme *counter-cyclical* (menabung saat surplus, membelanjakan saat krisis) untuk mencegah kebinasaan harta. Dalam konteks investasi, hal ini dapat diterjemahkan sebagai upaya menggunakan aset tertentu untuk melindungi nilai portofolio saat terjadi krisis. Dalam konteks investasi modern, strategi ini analog dengan mekanisme *hedging*, yaitu ketika investor mengalokasikan aset pelindung nilai untuk menghadapi potensi kejatuhan pasar. Hal ini memperkuat temuan (Firdaus dkk., 2023) yang menyatakan bahwa instrumen lindung nilai adalah kebutuhan *dharuriyat* untuk menjaga harta (*Hifzh al-Mal*) dari risiko kerugian yang ekstrem.

Penelitian ini menjadi penting untuk menjawab pertanyaan apakah aset kripto seperti Bitcoin bisa memainkan peran sebagai *safe haven* dan instrumen *hedging* dalam konteks portofolio multi-aset termasuk pada saat krisis dan apakah secara prinsip dapat diterima dalam sistem keuangan syariah yang bertujuan mewujudkan kestabilan ekonomi umat. Diskursus mengenai status Bitcoin dalam perspektif syariah hingga kini masih diwarnai oleh perbedaan pandangan yang tajam, yang terutama bersumber dari perbedaan cara memosisikan fungsi ekonominya. Di satu sisi, sejumlah sarjana dan lembaga otoritatif syariah memandang Bitcoin secara skeptis, khususnya ketika diperlakukan sebagai uang atau instrumen keuangan yang bersifat spekulatif. (Meera, 2018) menolak legitimasi Bitcoin sebagai fiat cryptocurrency karena ketiadaan *underlying asset* fisik serta volatilitasnya yang ekstrem, yang dinilai mendekati unsur spekulasi (*maysir*) dan ketidakpastian berat (*gharar fahish*), sehingga tidak sejalan dengan prinsip perlindungan harta (*hifz al-mal*). Sikap

kehati-hatian serupa juga tercermin dalam fatwa Dar al-Ifta' Mesir yang secara tegas melarang penggunaan dan perdagangan mata uang kripto karena dinilai mengandung unsur gharar dan potensi kerusakan ekonomi (Dar al-Ifta, 2017), serta dalam keputusan Majelis Ulama Indonesia (MUI) yang menyatakan penggunaan cryptocurrency sebagai mata uang adalah haram dan menilai aktivitas investasinya bermasalah apabila tidak memenuhi kriteria *sil'ah* dan prinsip-prinsip syariah (MUI, 2021). Di sisi lain, sebagian kajian kontemporer berusaha menggeser fokus penilaian Bitcoin sebagai uang menuju Bitcoin yang diperlakukan sebagai harta (*mal*). (Kirchner, 2021) menegaskan bahwa penilaian hukum atas aset kripto tidak tepat dilakukan secara generalisasi, melainkan harus bersifat produk-spesifik dan berbasis pada struktur serta tujuan penggunaannya. Sejalan dengan penelitian (Rotta & Paraná, 2022) memandang Bitcoin lebih tepat dipahami sebagai komoditas digital (*digital commodity*) daripada sebagai uang, sehingga analisis hukumnya lebih relevan ditempatkan dalam kerangka muamalah atas aset daripada hukum moneter. Pendekatan ini membuka ruang bagi pandangan bahwa Bitcoin dapat dipertimbangkan sebagai *mal mutaqqawam* dan diperbolehkan secara bersyarat, sepanjang tidak digunakan untuk tujuan spekulatif murni dan tetap berada dalam koridor prinsip-prinsip syariah (Billah, 2019). Ketidakpastian ini juga menjadi perhatian lembaga standar internasional. *Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions* (AAOIFI) belum menerbitkan standar spesifik untuk kripto, sehingga penilaian sering kali dirujuk melalui analogi (*qiyas*) pada *AAOIFI Shari'ah Standard No. 57* tentang

Emas, yang mensyaratkan kejelasan *underlying* dan penghindaran *gharar* (AAOIFI, 2016). Sementara itu, *Islamic Financial Services Board* (IFSB) dalam *Technical Note on Digital Assets* (2023) memperingatkan bahwa volatilitas tinggi aset kripto menimbulkan risiko prudensial yang dapat mencederai prinsip perlindungan harta (*hifz al-mal*) jika tidak dikelola dengan kerangka manajemen risiko yang ketat (IFSB, 2019).

Prinsip kehati-hatian (*ikhhtiyat*), perlindungan harta (*hifz al-mal*), dan keadilan dalam *fiqh muamalah* merupakan landasan normatif utama dalam menilai legitimasi penggunaan suatu instrumen keuangan dalam perspektif syariah (Chapra, 1985). Dalam kerangka pemikiran ini, penilaian terhadap suatu aset tidak cukup hanya didasarkan pada kinerja finansial jangka pendek, tetapi juga harus mempertimbangkan konsistensinya dengan tujuan-tujuan dasar syariah (*maqasid al-shariah*). Pendekatan sistemik terhadap *maqasid al-shariah* menuntut agar analisis empiris dan evaluasi normatif berjalan secara simultan, sehingga temuan kuantitatif tidak berhenti pada ukuran untung-rugi semata, tetapi juga dapat dinilai dari sisi legitimasi nilainya dalam menjaga kemaslahatan dan mencegah kerusakan harta (Auda, 2008; Ibn Ashur, 2006). Dalam konteks inilah, pengujian terhadap karakteristik risiko dan peran Bitcoin dalam portofolio investasi menjadi relevan, karena hasil empirisnya perlu ditempatkan dalam kerangka evaluasi yang lebih fundamental, yakni apakah perilaku aset tersebut sejalan atau justru bertentangan dengan prinsip *hifz al-mal*. Kesenjangan antara ideal normatif perlindungan harta sebagaimana tersirat dalam QS. Yusuf: 47 dan realitas empiris pasar keuangan modern yang

sarat volatilitas menunjukkan bahwa klaim mengenai fungsi suatu aset sebagai pelindung nilai tidak dapat diterima begitu saja tanpa pembuktian ilmiah yang memadai.

Berangkat dari kerangka pemikiran tersebut, penelitian ini diarahkan untuk menguji secara empiris peran Bitcoin dalam portofolio multi-aset, sekaligus menilai implikasinya dari perspektif *maqasid al-shariah*. Pengujian dilakukan dengan menempatkan Bitcoin dalam konteks manajemen risiko portofolio, khususnya untuk melihat apakah aset ini benar-benar berfungsi sebagai *safe haven* dan instrumen lindung nilai (*hedging*) pada berbagai kondisi pasar, terutama dalam situasi ekstrem. Secara metodologis, penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif berbasis *Post-Modern Portfolio Theory* (PMPT) yang menekankan risiko penurunan dan mengakui ketidaksimetrian distribusi return, dengan dukungan model *DCC-GARCH* untuk menangkap dinamika korelasi antar aset serta *Quantile Regression* untuk mengevaluasi efektivitas lindung nilai pada berbagai kondisi pasar. Temuan empiris tersebut selanjutnya tidak hanya dibaca dalam kerangka teknis-finansial, tetapi juga dievaluasi secara normatif menggunakan *maqasid al-shariah* dengan pendekatan sistemik sebagaimana dirumuskan oleh Jasser Auda yang memandang hukum Islam sebagai sistem yang bersifat *cognitive, wholeness, openness, interrelated hierarchy, multidimensionality*, dan *purposefulness* (Auda, 2008). keenam dimensi *systems approach* digunakan secara utuh sebagai dasar evaluasi untuk menilai apakah karakteristik empiris Bitcoin sejalan dengan tujuan perlindungan harta (*hifz al-mal*) dalam horizon

kemaslahatan. Analisis ini dilakukan dengan memanfaatkan data periode 2022 hingga 2025 yang mencakup berbagai fenomena krisis global, sehingga penilaian yang dihasilkan tidak hanya relevan secara teoritis, tetapi juga kontekstual terhadap dinamika pasar yang sesungguhnya dan diharapkan tidak hanya memberikan kontribusi empiris bagi pengembangan strategi diversifikasi portofolio yang efektif, tetapi juga memperkuat dasar legitimasi syariahnya. Atas dasar pertimbangan tersebut, peneliti tertarik untuk melakukan penelitian dengan judul **“Efektivitas Bitcoin sebagai Safe Haven dan Instrumen Hedging dalam Portofolio Multi-Aset selama Masa Krisis 2022–2025: Perspektif Maqasid al-Shariah”**.

B. Rumusan Masalah

1. Apakah Bitcoin dapat berperan sebagai instrumen safe haven yang efektif dibandingkan dengan aset tradisional (Emas, Saham, Obligasi, dan Minyak) dalam portofolio multi-aset selama berbagai jenis krisis global?
2. Apakah efektivitas Bitcoin sebagai aset lindung nilai bervariasi pada berbagai tingkat volatilitas pasar, khususnya dalam kondisi ekstrem?
3. Apakah pendekatan *Post-Modern Portfolio Theory* (PMPT) memberikan valuasi risiko yang lebih presisi dibandingkan MPT dalam konteks distribusi data *non-normal*?
4. Sejauh mana efektivitas Bitcoin sebagai instrumen manajemen risiko dinilai dari perspektif ekonomi Islam (termasuk aspek syariah tentang keabsahan, *gharar*, *maisir*, dan *hifzh al-mal*)?

C. Tujuan Penelitian

1. Untuk menganalisis peran Bitcoin sebagai instrumen safe haven dibandingkan dengan aset tradisional dalam portofolio multi-aset selama berbagai jenis krisis global.
2. Untuk mengevaluasi variasi efektivitas Bitcoin sebagai aset lindung nilai pada berbagai tingkat volatilitas pasar, khususnya dalam kondisi ekstrem.
3. Mengevaluasi superioritas pengukuran risiko *Downside Risk* (Sortino Ratio) dibandingkan Varians (Sharpe Ratio).
4. Mengevaluasi kesesuaian Bitcoin sebagai instrumen investasi dan lindung nilai dari perspektif ekonomi syariah, termasuk tinjauan terhadap prinsip-prinsip fiqh muamalah dan maqashid al-shariah.

D. Manfaat Penelitian

Adapun manfaat studi ini sebagai berikut:

1. Manfaat Teoritis

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi pada pengembangan literatur akademik mengenai peran Bitcoin sebagai aset safe haven dan instrumen hedging dalam portofolio multi-aset, khususnya dalam konteks multi-krisis global. Dengan mengintegrasikan pendekatan *Post-Modern Portfolio Theory* (PMPT) dan *Quantile Regression*, studi ini memperluas pemahaman teoretis tentang manajemen risiko dalam pasar yang bersifat non-linear dan volatil.

2. Manfaat Praktis

Penelitian ini memberikan wawasan yang relevan bagi investor, manajer portofolio, dan pengambil kebijakan keuangan mengenai efektivitas Bitcoin dalam melindungi nilai investasi selama masa krisis. Temuan studi ini dapat digunakan sebagai dasar dalam merancang strategi diversifikasi aset yang lebih adaptif terhadap dinamika pasar, serta dalam mengevaluasi posisi Bitcoin relatif terhadap aset safe haven lainnya seperti Emas (Gold), *US Dollar (USD)*, *MSCI Emerging Markets Index*, *Oil*, *S&P 500 Index*, dan obligasi (*10-Year Treasury Bonds*).

E. Sistematika Pembahasan

Sistematika penulisan ini bertujuan untuk memudahkan dalam memberikan pemecahan serta penyelesaian masalah. Sistematika penulisan pada penelitian ini, yaitu:

Bab I berfokus pada pengantar penelitian yang bertujuan untuk memberikan gambaran awal mengenai topik yang diteliti. Pada bab ini dibahas latar belakang penelitian yang menjelaskan fenomena dan alasan pentingnya penelitian dilakukan. Selanjutnya dirumuskan permasalahan penelitian sebagai dasar dalam penentuan fokus kajian. Bab ini juga memuat tujuan penelitian yang ingin dicapai, manfaat penelitian baik secara teoritis maupun praktis, serta sistematika penulisan yang menjelaskan susunan pembahasan dalam setiap bab pada skripsi ini.

Bab II menyajikan landasan teori yang relevan dengan variabel dan topik penelitian sebagai dasar konseptual dalam pelaksanaan penelitian. Pembahasan pada bab ini mencakup teori-teori utama, hasil penelitian terdahulu yang

berkaitan, serta definisi dan konsep operasional variabel penelitian. Selain itu, pada bab ini juga disusun hipotesis penelitian yang dikembangkan berdasarkan kajian teori dan penelitian sebelumnya, serta disertai dengan model atau kerangka pemikiran penelitian yang menggambarkan hubungan antarvariabel yang diteliti.

Bab III menjelaskan metode penelitian yang digunakan sebagai pedoman dalam pelaksanaan penelitian. Pembahasan dalam bab ini meliputi pendekatan dan jenis penelitian, objek dan subjek penelitian, sumber dan jenis data, teknik pengumpulan data, serta metode analisis data yang digunakan. Selain itu, dijelaskan pula variabel penelitian beserta definisi operasionalnya, teknik pengukuran, serta prosedur pengujian hipotesis untuk menjawab rumusan masalah penelitian.

Bab IV memaparkan hasil penelitian yang diperoleh berdasarkan data yang telah dikumpulkan dan dianalisis. Bab ini diawali dengan deskripsi umum mengenai objek penelitian dan karakteristik responden. Selanjutnya disajikan hasil analisis data dan pengujian hipotesis secara sistematis. Pembahasan dilakukan secara mendalam dengan mengaitkan 17 hasil penelitian dengan teori dan penelitian terdahulu, serta menjelaskan implikasi temuan penelitian baik secara teoritis maupun praktis.

Bab V merupakan bagian akhir dari skripsi yang berisi kesimpulan dari hasil penelitian yang telah dilakukan. Kesimpulan disusun berdasarkan tujuan dan hasil pembahasan pada bab sebelumnya. Selain itu, bab ini juga memuat implikasi penelitian, baik implikasi akademik maupun praktis, serta saran yang

ditujukan bagi peneliti selanjutnya dan pihak-pihak terkait guna pengembangan penelitian di masa mendatang.



BAB V PENUTUP

A. Kesimpulan

Berdasarkan analisis empiris menggunakan model *Dynamic Conditional Correlation* (DCC-GARCH) dan *Quantile Regression* serta evaluasi kritis melalui pendekatan sistem *Maqashid Syariah*, penelitian ini menghasilkan empat kesimpulan utama sebagai jawaban atas rumusan masalah:

1. **Kegagalan Fungsi *Safe Haven* pada Fase *Contagion*** Bitcoin terbukti gagal berperan sebagai *safe haven* yang efektif saat terjadi guncangan pasar saham yang bersifat sistemik. Kegagalan ini tervisualisasi paling nyata pada Fase *Systemic Contagion* (2022), di mana krisis likuiditas ganda (makroekonomi dan internal kripto) memicu lonjakan korelasi positif ekstrem ($\text{Beta} > 1.3$) terhadap S&P 500. Temuan ini membuktikan bahwa pada kondisi panik pasar, Bitcoin bertindak sebagai *Risk Amplifier* (penguat risiko) yang memperparah kerugian portofolio, alih-alih meredamnya.
2. **Efektivitas *Hedging* Selektif (*Fiat Hedge*):** Peran lindung nilai (*hedging*) Bitcoin terbukti bersifat selektif. Meskipun gagal melindungi nilai dari kejatuhan pasar saham, Bitcoin menunjukkan efektivitas struktural sebagai pelindung nilai terhadap risiko kurs mata uang fiat. Hal ini terkonfirmasi pada Fase *Decoupling* (2023)—khususnya saat krisis perbankan AS—di mana Bitcoin mencatatkan korelasi negatif signifikan terhadap Dolar AS. Fenomena ini memvalidasi fungsi Bitcoin sebagai

instrumen diversifikasi alternatif untuk memitigasi risiko depresiasi moneter (*fiat debasement hedge*).

3. **Paradoks Volatilitas (Superioritas PMPT):** Evaluasi kinerja portofolio menyingkap adanya "Paradoks Volatilitas", di mana penambahan Bitcoin mampu menurunkan varians total portofolio (metode MPT) namun justru menurunkan efisiensi kinerja berbasis risiko penurunan (*Sortino Ratio*). Hal ini membuktikan bahwa pendekatan *Post-Modern Portfolio Theory* (PMPT) lebih superior dalam mendeteksi risiko tersembunyi (*tail risk*) pada aset kripto. Penurunan *Sortino Ratio* menegaskan bahwa "biaya risiko" yang dibawa Bitcoin lebih besar daripada manfaat diversifikasinya jika alokasinya terlalu dominan.
4. Pada tahap *purposefulness*, penelitian ini menyimpulkan bahwa penggunaan Bitcoin dalam konteks dan konfigurasi yang diuji belum secara konsisten dan efektif merealisasikan tujuan perlindungan harta (*hifz al-mal*) dalam manajemen risiko portofolio. Manfaat yang muncul bersifat kontekstual, parsial, dan tidak stabil, sehingga belum dapat dijadikan dasar bagi klaim perlindungan harta yang berkelanjutan. Kesimpulan ini bersifat kontekstual dan non-final, serta terbuka untuk ditinjau kembali seiring perubahan karakter empiris Bitcoin dan dinamika pasar di masa mendatang. Dengan demikian, penelitian ini menegaskan pentingnya pendekatan maqāsid yang berorientasi pada hasil nyata (*outcomes-based*), sistemik, dan adaptif dalam menilai fenomena keuangan modern. Kontribusi utama penelitian ini terletak

pada integrasi metodologi empiris ke dalam kerangka *system approach* maqāsid, sehingga evaluasi kesesuaian syariah tidak berhenti pada potensi manfaat teoretis, tetapi berakar pada realitas ekonomi yang dihadapi.

B. Saran

Berdasarkan temuan dan keterbatasan penelitian, penulis mengajukan saran-saran strategis sebagai berikut:

1. Bagi Investor Muslim dan Praktisi Keuangan:

- a. Penerapan Prinsip *Prudentiality*: Sangat disarankan untuk membatasi eksposur aset kripto pada porsi minoritas ekstrem (disarankan <5%) dalam portofolio. Hal ini bertujuan untuk mendapatkan manfaat diversifikasi tanpa merusak integritas keamanan modal (*Hifzh al-Mal*).
- b. Disiplin Tujuan Investasi: Bitcoin sebaiknya hanya ditempatkan pada pos investasi jangka panjang (*long-term holding*) atau diversifikasi spekulatif (*risk capital*), dan mutlak dihindari untuk penempatan dana darurat atau kebutuhan likuiditas jangka pendek.
- c. Fokus pada *Risk-Adjusted Return*: Hindari penggunaan standar deviasi (varians) sebagai acuan risiko tunggal. Gunakan metrik *Downside Risk* seperti *Sortino Ratio* atau *Maximum Drawdown* untuk mendapatkan gambaran risiko yang lebih jujur dan realistis.

2. Bagi Regulator dan Dewan Syariah:

- a. Fatwa Berbasis Data: Diharapkan hasil penelitian ini dapat menjadi rujukan empiris bagi Dewan Syariah Nasional (DSN-MUI) atau

lembaga terkait dalam merumuskan fatwa yang lebih dinamis. Fatwa kripto ke depan sebaiknya mempertimbangkan pemisahan hukum berdasarkan tujuan penggunaan (hedge vs spekulasi) dan proporsi kepemilikan, tidak sekadar menghukumi zat asetnya.

- b. Edukasi Risiko: Regulator perlu menekankan edukasi mengenai risiko ekor (tail risk) dan perilaku contagion aset kripto, agar masyarakat tidak terjebak narasi keliru mengenai "Emas Digital" yang anti-resesi.

3. Bagi Peneliti Selanjutnya:

- a. Perluasan Metodologi: Penelitian selanjutnya disarankan untuk menggunakan metode non-linear lain seperti Markov Switching GARCH atau Wavelet Coherence untuk menangkap perubahan rezim pasar secara lebih presisi.
- b. Variabel Makroekonomi: Disarankan untuk menambahkan variabel makroekonomi riil seperti Tingkat Inflasi Global (CPI) atau Suplai Uang (M2) untuk menguji validitas tesis Inflation Hedge secara lebih langsung.
- c. Komparasi Aset Digital Lain: Mengingat dominasi Bitcoin mulai terbagi, menarik untuk meneliti apakah aset kripto berbasis Smart Contract (seperti Ethereum) atau Stablecoin berbasis Emas memiliki karakteristik syariah dan lindung nilai yang lebih baik.

DAFTAR PUSTAKA

- AAOIFI. (2017). *The AAOIFI Shari'ah Standard No. 57 on Gold and its Trading Controls*.
- Aaron Brown. (2024, Desember 31). *Bitcoin and Beyond: A Crypto Optimist's Guide for 2025. Bloomberg Opinion*. Bloomberg.
- Abdillah, H. (2023). Hukum Cryptocurrency sebagai Mata Uang dan sebagai Komoditas (Analisis Fatwa MUI tentang Hukum Cryptocurrency). *Jurnal Ilmiah Ekonomi Islam*, 9(3), 4245. <https://doi.org/10.29040/jiei.v9i3.10269>
- Abdurohman, D. (2020). *Analisis Transaksi Lindung Nilai Syariah (Al-Tahawwuth Al-Islami / Islamic Hedging) Atas Nilai Tukar* (Vol. 1, Nomor 1).
- Afzal, Fahim, Haiying, P., Afzal, Farman, Mahmood, A., & Ikram, A. (2021). Value-at-Risk Analysis for Measuring Stochastic Volatility of Stock Returns: Using GARCH-Based Dynamic Conditional Correlation Model. *SAGE Open*, 11(1). <https://doi.org/10.1177/21582440211005758>
- Ahmad Kholil, Muhammad Zuardi, Amrin, & Juryatina. (2025). Optimizing Islamic Financial Instruments in Indonesia to Support SDGs: Maqashid Syariah Perspective. *Profetika: Jurnal Studi Islam*, 26(01), 191–210. <https://doi.org/10.23917/profetika.v26i01.9217>
- Al Hadi, M. Q. (2022). Fiqh Mu'āmalah in Theory and Practice: an Overview of Islamic Economics. *Al Hurriyah : Jurnal Hukum Islam*, 6(2), 16. <https://doi.org/10.30983/alhurriyah.v6i2.5010>
- Alexander, G. J., & Baptista, A. M. (2002). Economic implications of using a mean-VaR model for portfolio selection: A comparison with mean-variance analysis. Dalam *Journal of Economic Dynamics & Control* (Vol. 26). www.elsevier.com/locate/econbase
- Ali, F., Khurram, M. U., & Sensoy, A. (2025). Safe havens for Bitcoin and Ethereum: evidence from high-frequency data. *Financial Innovation*, 11(1). <https://doi.org/10.1186/s40854-024-00686-4>
- Al-Shboul, M., Assaf, A., & Mokni, K. (2022). When bitcoin lost its position: Cryptocurrency uncertainty and the dynamic spillover among cryptocurrencies before and during the COVID-19 pandemic. *International Review of Financial Analysis*, 83. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102309>
- Asy-Syathibi, B. I. (2021). Maqashid Syari'ah Imam Asy-Syathibi. *Panorama Maqashid Syariah*, 46.
- Auda, J. (2008). *Maqasid Al-Shariah as Philosophy of Islamic Law: A Systems Approach*. International Institute of Islamic Thought (IIIT).
- Aziz, M., & Sholikah, D. (2013). Metode Penetapan Maqashid Al Syari'ah: Studi Pemikiran Abu Ishaq al Syatibi. Dalam *Ulul Albab* (Vol. 14, Nomor 2).
- Bailey, D. H., Borwein, J. M., López de Prado, M., & Jim Zhu, Q. (2015). THE PROBABILITY OF BACKTEST OVERFITTING. *The Journal of Computational Finance*. <http://www.davidhbailey.com> URL: <http://www.carma.newcastle.edu.au/jonURL>: <http://www.QuantResearch.info> URL: <http://homepages.wmich.edu/~zhu/>

- Baur, D. G., & Dimpfl, T. (2021). The volatility of Bitcoin and its role as a medium of exchange and a store of value. *Empirical Economics*, 61(5), 2663–2683. <https://doi.org/10.1007/s00181-020-01990-5>
- Baur, D. G., & Hoang, L. T. (2020). *A Crypto Safe Haven against Bitcoin*.
- Baur, D. G., Hong, K. H., & Lee, A. D. (2018). Bitcoin: Medium of exchange or speculative assets? *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 54, 177–189. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2017.12.004>
- Baur, D. G., & Lucey, B. M. (2010). Is Gold a Hedge or a Safe Haven? An Analysis of Stocks, Bonds and Gold. Dalam *The Financial Review* (Vol. 45). <http://www.merriam-webster.com/>.
- Baur, D. G., & McDermott, T. K. (2010). Is gold a safe haven? International evidence. *Journal of Banking and Finance*, 34(8), 1886–1898. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.12.008>
- Bawa, V. S. (1975). OPTIMAL, RULES FOR ORDERING UNCERTAIN PROSPECTS+. Dalam *Journal of Financial Economics* (Vol. 2). QNorth-Holland Publishing Company.
- Billah, M. M. (2019). *Halal cryptocurrency management*. Springer International Publishing.
- Billah, M. M. (2021). *Islamic FinTech Insights and Solutions*. Springer International Publishing.
- Binte Haq, H., & Taha Ali, S. (2018). NAVIGATING THE CRYPTOCURRENCY LANDSCAPE: ISLAMIC PERSPECTIVE FOR 6 TH INTERNATIONAL CONFERENCE ON ISLAM AND LIBERTY. *arXiv preprint arXiv*.
- Bollerslev, T. (1986). Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity. Dalam *Journal of Econometrics* (Vol. 31).
- Bollerslev, T. (1987). A Conditionally Heteroskedastic Time Series Model for Speculative Prices and Rates of Return. *The review of economics and statistics*, 542–547.
- Bouri, E., Hagfors, L. I., & Molnár, P. (2017). On the hedge and safe haven properties of Bitcoin: Is it really more than a diversifier? *Finance Research Letters*, 20, 192–198.
- Bouri, E., Lucey, B., & Roubaud, D. (2020). Cryptocurrencies and the downside risk in equity investments. *Finance Research Letters*, 33. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2019.06.009>
- Brooks, C. (2014). *Introductory econometrics for finance*. Cambridge university press. <https://ssrn.com/abstract=3466904>
- Buchinsky, M. (1995). Estimating the asymptotic covariance matrix for quantile regression models a Monte Carlo study. *Journal of Econometrics*, 68(2), 303–338.
- Caballero, R. J., Krishnamurthy, A., Blanchard, O., Bond, P., Faust, J., Gabaix, X., Gali, J., Golosov, M., Hawkins, W., Hollifield, B., Holmstrom, B., & Vayanos, D. (2008). Collective risk management in a flight to quality episode. *The Journal of Finance*, 63(5), 2195–2230. <http://www.nber.org/papers/w12896>
- Chapra, M. Umer. (1985). *Towards a just monetary system : a discussion of money, banking, and monetary policy in the light of Islamic teachings*. Islamic Foundation.

- Chaudhry, A., & Johnson, H. L. (2008). The Efficacy of the Sortino Ratio and Other Benchmarked Performance Measures Under Skewed Return Distributions. Dalam *Australian Journal of Management* (Vol. 32, Nomor 3).
- Cheikh, N. Ben, Zaied, Y. Ben, & Chevallier, J. (2020). Asymmetric volatility in cryptocurrency markets: New evidence from smooth transition GARCH models. *Finance Research Letters*, 35. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2019.09.008>
- Chopra, M., & Mehta, C. (2022). Is bitcoin a diversifier, hedge or safe haven for traditional and alternate asset classes? *Cogent Economics and Finance*, 10(1). <https://doi.org/10.1080/23322039.2022.2156092>
- Conlon, T., & McGee, R. (2020). Safe haven or risky hazard? Bitcoin during the Covid-19 bear market. *Finance Research Letters*, 35, 101607.
- Corbet, S., Larkin, C., & Lucey, B. (2020). The contagion effects of the COVID-19 pandemic: Evidence from gold and cryptocurrencies. *Finance Research Letters*, 35. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101554>
- Corbet, S., Lucey, B., Urquhart, A., & Yarovaya, L. (2019). Cryptocurrencies as a financial asset: A systematic analysis. *International Review of Financial Analysis*, 62, 182–199. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2018.09.003>
- Cornelli, G., Doerr, S., Frost, J., & Gambacorta, L. (2023). *BIS Bulletin No 69 Crypto shocks and retail losses*. www.bis.org/publ/work1049_data_xls.xlsx.
- Dusuki, A. W., & Abozaid, A. (2007). A CRITICAL APPRAISAL ON THE CHALLENGES OF REALIZING MAQA'ID AL-SHARġ c AH IN ISLAMIC BANKING AND FINANCE. Dalam *IJUM Journal of Economics and Management* (Vol. 15, Nomor 2).
- Dyrhberg, A. H. (2016). Bitcoin, gold and the dollar - A GARCH volatility analysis. *Finance Research Letters*, 16, 85–92. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2015.10.008>
- Ederington, L. H. (1979). The Hedging Performance of the New Futures Markets. Dalam *THE JOURNAL OF FINANCE* (Nomor 1). <http://about.jstor.org/terms>
- El-Gamal, M. A. (2006a). *Islamic Finance Law, Economics, and Practice*. Cambridge University Press.
- El-Gamal, M. A. (2006b). *Islamic Finance Law, Economics, and Practice*. Cambridge University Press.
- Ellul, R. (2015). Analysing correlation between the MSE index and global stock markets. *Economics and Monetary Analysis Department of the Central Bank of Malta*, 105–114.
- Engle, R. (2000). Dynamic conditional correlation: A simple class of multivariate generalized autoregressive conditional heteroskedasticity models. *Journal of business & economic statistics*, 20(3), 339–350.
- Fabozzi, F. J., Huang, D., & Zhou, G. (2010). Robust portfolios: Contributions from operations research and finance. *Annals of Operations Research*, 176(1), 191–220. <https://doi.org/10.1007/s10479-009-0515-6>
- Fang, F., Ventre, C., Basios, M., Kanthan, L., Martinez-Rego, D., Wu, F., & Li, L. (2022). Cryptocurrency trading: a comprehensive survey. Dalam *Financial Innovation* (Vol. 8, Nomor 1). Springer Science and Business Media Deutschland GmbH. <https://doi.org/10.1186/s40854-021-00321-6>

- Fauzan, H., & Imawan, D. H. (2023). Pemikiran Maqashid Syariah Al-Tahir Ibn Asyur. *Al-Mawarid Jurnal Syariah Dan Hukum (JSYH)*, 5(1), 101–114.
- Fidelity Digital Assets. (2023). *Bitcoin First Revisited: Why Investors Need to Consider Bitcoin Separately*. <https://www.gold.org/about-gold/gold-supply/gold-mining/how-much-gold>
- Firdaus, M. I., Ghozali, M., & Paramita, P. (2023). Analisis Teori Hifdz Al-Maal Terhadap Instrumen Hedging (Lindung Nilai). *Jurnal Rumpun Ekonomi Syariah*, 6(2), 2023.
- Forbes, K., & Rigobon, R. (1999). *No Contagion, Only Interdependence: Measuring Stock Market Co-movements*.
- Froot, K., Scharfstein, D. S., & Stein, J. C. (2001). Risk Management: Coordinating Corporate Investment and Financing Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.
- Fung, K., Jeong, J., & Pereira, J. (2022). More to cryptos than bitcoin: A GARCH modelling of heterogeneous cryptocurrencies. *Finance Research Letters*, 47, 102544. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102544>
- Galvani, A. A., & Nahda, K. (2025). The Influence of Loss Aversion and Herding on Investment Decisions with Fear of Missing Out (FoMO) as a Mediating Variable. *International Journal of Business and Applied Economics*, 4(4), 1807–1822. <https://doi.org/10.55927/ijbae.v4i4.201>
- Geambasu, C., Sova, R., & Geambasu Liviu. (2013). Risk measurement in post-modern portfolio theory: Differences from modern portfolio theory. *Economic Computation & Economic Cybernetics Studies & Research*, 47(1).
- Gkillas, K., & Longin, F. (2019). Is Bitcoin the new digital gold? Evidence from extreme price movements in financial markets. *SSRN Electronic Journal*.
- Güney, N. (2024). Maqāsid al-Sharī‘a in Islamic Finance: A Critical Analysis of Modern Discourses. *Religions*, 15(1). <https://doi.org/10.3390/re15010114>
- Hakim, L., & Maswanto, A. R. (2022). MAQASID AL-SYARI’AH ALA JASSER AUDA UPAYA MEREFORMASI HUKUM ISLAM MELALUI PENDEKATAN TEORI SISTEM. *Jurnal Hukum Keluarga Dan Hukum Islam*.
- Halim, A. (2022). *Pernikahan Pasangan Usia Lanjut Perspektif Maqhasid Syariah*. Fakultas Syariah dan Hukum UIN Syarif Hidayatullah Jakarta.
- Harvey, C. R., Liu, Y., & Zhu, H. (2016). ... and the Cross-Section of Expected Returns. *Review of Financial Studies*, 29(1), 5–68. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhv059>
- Hasan, M. B., Hassan, M. K., Karim, Z. A., & Rashid, M. M. (2022). Exploring the hedge and safe haven properties of cryptocurrency in policy uncertainty. *Finance Research Letters*, 46. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102272>
- Hassan, M. K., Aliyu, S., Paltrinieri, A., & Khan, A. (2019). A Review of Islamic Investment Literature. Dalam *Economic Papers* (Vol. 38, Nomor 4, hlm. 345–380). Wiley-Blackwell. <https://doi.org/10.1111/1759-3441.12230>
- Hrytsiuk, P. (2019). *Cryptocurrency Portfolio Optimization Using Value-At-Risk Measure*. www.coinmarketcap.com.

- Huang, X. (2008). Mean-semivariance models for fuzzy portfolio selection. *Journal of Computational and Applied Mathematics*, 217(1), 1–8. <https://doi.org/10.1016/j.cam.2007.06.009>
- Ibn Ashur, M. T. (2006). *Treatise on Maqāsid al-Sharī'ah* (M. El-Mesawi, Trans.). International Institute of Islamic Thought (IIIT). www.iiituk.com
- Ifwat Ishak, M. S., & Mohammad Nasir, N. S. (2021). Maqasid al-Shari'ah in Islamic finance: Harmonizing theory and reality. *The Journal of Muamalat and Islamic Finance Research*, 108–119. <https://doi.org/10.33102/jmifr.v18i1.334>
- Imroatus Sholiha. (2024). Perencanaan Keuangan Nabi Yusuf As dan Kaitannya Dengan Manajemen Resesi Ekonomi. *At-Tasharruf; Jurnal Kajian Ekonomi dan Bisnis Syariah*. <https://doi.org/10.32528/at.v6i2.2521>
- International Monetary Fund. (2023). *Global Financial Stability Report: Safeguarding Financial Stability amid High Inflation and Geopolitical Risks*.
- Islamic Financial Services Board. (2019). *Technical Note: Financial Inclusion & Islamic Finance*. www.ifsb.org.
- Jin, C., & Tian, X. (2024). Enhanced safe-haven status of Bitcoin: Evidence from the Silicon Valley Bank Collapse. *Finance Research Letters*, 59, 104689. <https://nasdaq.com/>.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47(2), 363–391.
- Kamali, M. H. (2003). *Principles of Islamic Jurisprudence ~ Kamali Principles of Islamic Jurisprudence*.
- Kang, S. H., Yoon, S. M., Bekiros, S., & Uddin, G. S. (2020). Bitcoin as Hedge or Safe Haven: Evidence from Stock, Currency, Bond and Derivatives Markets. *Computational Economics*, 56(2), 529–545. <https://doi.org/10.1007/s10614-019-09935-6>
- Kaplan, P. D., & Knowles, J. A. (2004). *Kappa: A Generalized Downside Risk-Adjusted Performance Measure*.
- Khan, Tariqullah., & Ahmed, Habib. (2001). *Risk management : an analysis of issues in Islamic financial industry*. Islamic Development Bank, Islamic Research and Training Institute.
- Kirchner, I. K. F. (2021). Are cryptocurrencies halāl? On the sharia-compliance of blockchain-based fintech. *Islamic Law and Society*, 28(1–2), 76–112. <https://doi.org/10.1163/15685195-BJA10005>
- Koenker, R., & Bassett Jr, G. (1978). Regression quantiles. *Econometrica: journal of the Econometric Society*, 33–50.
- Koenker, R., & Hallock, K. F. (2001). Quantile Regression. Dalam *Journal of Economic Perspectives* (Vol. 15, Nomor 4).
- Kroner, K. F., & Sultan, J. (1993). Time-varying distributions and dynamic hedging with foreign currency futures. Dalam *Source: The Journal of Financial and Quantitative Analysis* (Vol. 28, Nomor 4). <http://www.jstor.orgURL:http://www.jstor.org/stable/2331164>
- Ledoit, O., & Wolf, M. (2008). Robust performance hypothesis testing with the Sharpe ratio. *Journal of Empirical Finance*, 15(5), 850–859. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2008.03.002>

- Li, T., Shin, D., & Wang, B. (2018). Cryptocurrency Pump-and-Dump Schemes We have benefited greatly from comments and suggestions made. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1–59. <https://ssrn.com/abstract=3267041>
- Libby, R., & Fishburn, P. C. (1977). Behavioral Models of Risk Taking in Business Decisions: A Survey and Evaluation. Dalam *Source: Journal of Accounting Research* (Vol. 15, Nomor 2).
- Liu, Y., Tsyvinski, A., Atkeson, A., Borri, N., Davila, E., Giglio, S., Goetzmann, W., Roach, S., & Shiller, R. (2018). RISKS AND RETURNS OF CRYPTOCURRENCY. *The Review of Financial Studies*, 34(6), 2689–2727. <http://www.nber.org/papers/w24877>
- Liz Lee, & Shi Bu. (2025, November 25). *Trump's trade war with China in 2025*. Reuters.
- Madani, F., & Nurhikmah, A. (2025). Fiqh Analysis of Cryptocurrency Through the Istihsan Method Approach: A Study of Feasibility as an Asset or Sil'ah in a Sharia Perspective. *Jurnal Iman dan Spiritualitas*, 5(4), 733–746. <https://doi.org/10.15575/jis.v5i4.47808>
- Maelani, P., Soukotta, A., Sumual, L. P., Suharto, S., Apriadi, D., Unga, W. O. H., Faisal, M., Regar, E., & others. (2024). *Manajemen Investasi dan Portofolio*. CV. Gita Lentera.
- Majelis Ulama Indonesia. (2021). *Keputusan Fatwa Hukum Uang Kripto atau Cryptocurrency*.
- Mandelbrot, B. (1963). The Variation of Certain Speculative Prices. Dalam *Source: The Journal of Business* (Vol. 36, Nomor 4).
- Manzli, Y. S., Fakhfekh, M., Béjaoui, A., Alnafisah, H., & Jeribi, A. (2025). On the hedge and safe-haven abilities of bitcoin and gold against blue economy and green finance assets during global crises: Evidence from the DCC, ADCC and GO-GARCH models. *PLoS ONE*, 20(2 February). <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0317735>
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. Dalam *The Journal of Finance* (Vol. 7, Nomor 1).
- Meera, A. K. M. (2018). CRYPTOCURRENCIES FROM ISLAMIC PERSPECTIVES: THE CASE OF BITCOIN. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan/Monetary and banking economics bulletin*, 20(4), 475–492. <https://doi.org/10.21098/bemp.v20i4.902>
- Mensi, W., El Khoury, R., Ali, S. R. M., Vo, X. V., & Kang, S. H. (2023). Quantile dependencies and connectedness between the gold and cryptocurrency markets: Effects of the COVID-19 crisis. *Research in International Business and Finance*, 65, 101929. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2023.101929>
- Mokni, K., Bouri, E., Ajmi, A. N., & Vo, X. V. (2021). Does Bitcoin Hedge Categorical Economic Uncertainty? A Quantile Analysis. *SAGE Open*, 11(2). <https://doi.org/10.1177/21582440211016377>
- Muhammad Mattori, S. H. (2020). *Memahami maqashid syariah Jasser Auda (berbasis pendekatan sistem)*. Guepedia.

- Musharraf, M. N. (2024). Advancing Maqasid Methodology in Economics: Reflections, Applications, and Methodological Insights. *Maqasid Institute – Capstone for Post Grad Cert in Islamic Economics*.
- Nawrocki David N, D. N. (1999). A Brief History of Downside Risk Measures. *Journal of Investing*, 8, 9–25. www.ijournals.com
- Nazaruddin, N., & Kamilullah, F. (2020). Maqashid As-Syariah Terhadap Hukum Islam Menurut Imam As-Syatibi Dalam Al-Muwafaqat. *Jurnal Asy-Syukriyyah*, 21(1), 106–123.
- Osterrieder, J., & Lorenz, J. (2017). A statistical risk assessment of bitcoin and its extreme tail behavior. *Annals of Financial Economics*, 12(1). <https://doi.org/10.1142/S2010495217500038>
- Ozиеv, G., & Yandiev, M. (2017). *Cryptocurrency from Shari'ah perspective*. <https://ssrn.com/abstract=3101981>
- Panyagometh, K. (2024). The effect of COVID-19 and U.S. monetary policy on Bitcoin and stock market volatility: an application of DCC-GARCH model. *Humanities and Social Sciences Communications*, 11(1). <https://doi.org/10.1057/s41599-024-04260-2>
- Paryadi, P. (2021). Maqashid Syariah: Definisi Dan Pendapat Para Ulama. *Cross-border*, 4(2), 201–216.
- Petti, D., & Sergio, I. (2024). Bank Crisis Boosts Bitcoin Price. *Journal of Risk and Financial Management*, 17(4). <https://doi.org/10.3390/jrfm17040134>
- Qoyum, A., Berakon, I., & Al-Hashfi, R. (2021). Metodologi Penelitian Ekonomi dan Bisnis Islam “Teori dan Aplikasi.” *RajaGrafindo Persada*.
- Rahmadi, D. J., Nurjanah, S., Zulaikha, S., & Hermanto, A. (2025). Pemikiran Al Syatibi Dalam Pembaharuan Hukum Islam. *Jurnal Penelitian Ilmu Pendidikan Indonesia*.
- Ratner, M., & Chiu, C. C. (2013). Hedging stock sector risk with credit default swaps. *International Review of Financial Analysis*, 30, 18–25. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2013.05.001>
- Rejeb, B., & Ben Rejeb, A. (2016). *Munich Personal RePEc Archive Volatility Spillover between Islamic and conventional stock markets: evidence from Quantile Regression analysis Volatility Spillover between Islamic and conventional stock markets: evidence from Quantile Regression analysis*.
- Rigamonti, A., & Lučivjanská, K. (2024). Mean-Semivariance Portfolio Optimization Using Minimum Average Partial. *Annals of Operations Research*, 334(1), 185–203. <https://ssrn.com/abstract=3542727>
- Rom, B. M., & Ferguson, K. W. (1994). POST-MODERN PORTFOLIO THEORY COMES OF AGE. *Journal of investing*, 3(3), 11–17. www.ijournals.com
- Rosidah, A., Thahir, A. H., & Hakim, M. H. A. (2025). Paradigma Ijtihad Maqashidi dalam Pemikiran Ahmad ar-Raisuni. *CARONG: Jurnal Pendidikan, Sosial Dan Humaniora*, 2(2), 927–939.
- Rotta, T. N., & Paraná, E. (2022). Bitcoin as a digital commodity. *New Political Economy*, 27(6), 1046–1061. <https://doi.org/10.1080/13563467.2022.2054966>
- Rozi, F., Hamidah, T., & Arfan, A. (2022). Konsep Maqasid Syariâ€™ah Perspektif Pemikiran Al-Juwaini dan Al-Ghazali. *IQTISODINA*, 5(1), 53–67.

- Saiti, B., & Abdullah, A. (2016). PROHIBITED ELEMENTS IN ISLAMIC FINANCIAL TRANSACTIONS: A COMPREHENSIVE REVIEW. *Al-Shajarah: Journal of the International Institute of Islamic Thought & Civilization*.
- Sarkodie, S. A., Ahmed, M. Y., & Owusu, P. A. (2022). COVID-19 pandemic improves market signals of cryptocurrencies—evidence from Bitcoin, Bitcoin Cash, Ethereum, and Litecoin. *Finance Research Letters*, 44. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102049>
- Sarwat, A. (2019). *Maqashid syariah*.
- Shahzad, S. J. H., Bouri, E., Roubaud, D., Kristoufek, L., & Lucey, B. (2019). Is Bitcoin a better safe-haven investment than gold and commodities? *International Review of Financial Analysis*, 63, 322–330. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2019.01.002>
- Silvennoinen, A. (2008). *Silvennoinen, Annastiina; Teräsvirta, Timo Standard-Nutzungsbedingungen: Multivariate GARCH models*. <https://hdl.handle.net/10419/56218>
- Sinaga, M., Mappadang, A., & Nugroho, B. A. (2024). Hedging market risk using gold: A wavelet quintile correlation approach. *AKURASI: Jurnal Riset Akuntansi dan Keuangan*, 6(3), 353–366. <https://doi.org/10.36407/akurasi.v6i3.1459>
- Siswanto, D., Handika, R., & Mita, A. F. (2020). The requirements of cryptocurrency for money, an Islamic view. *Heliyon*, 6(1). <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2020.e03235>
- Sortino, F. A., & satchell, stephen. (2001). *Managing Downside Risk in Financial Markets: Theory, Practice, and Implementation* (Butterworth-Heinemann, Penerj.).
- Sortino, F. A., & Van Der Meer, R. (1991). Downside risk Capturing what's at stake in investment situations. *Journal of portfolio Management*, 17(4), 27. www.ijournals.com
- Sugiyono. (2013). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D*. Alfabeta.
- Sutama. (2016). Definisi Operasional Variabel Dalam Penelitian Kuantitatif. *Jurnal Ilmu Pengetahuan dan Teknologi*, 1, 52–60.
- Swarjana, I. K. (2022). *Populasi-Sampel, Teknik Sampling & Bias Dalam Penelitian*.
- Swarjana, I. K., & Skm, M. P. H. (2022). *Populasi-sampel, teknik sampling & bias dalam penelitian*. Penerbit Andi.
- Taufiq, M., Syarkawi, T., Pem, M., & others. (2022). Fleksibilitas Hukum Fiqh Dalam Merespons Perubahan Zaman. *Jurnal Al-Nadhair*, 1(1), 45–66.
- Thornton, J., & Tommaso, C. Di. (2020). The long-run relationship between finance and income inequality: Evidence from panel data. *Finance Research Letters*, 32. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2019.04.036>
- Van Der Meer, R., Sortino, F., & Plantinga, A. (2001). The Impact of Downside Risk On Risk-Adjusted Performance Of Mutual Funds In The Euro next Markets. *Available at SSRN 277352*.
- Wang, P., Zhang, H., Yang, C., & Guo, Y. (2021). Time and frequency dynamics of connectedness and hedging performance in global stock markets: Bitcoin

- versus conventional hedges. *Research in International Business and Finance*, 58, 101479. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2021.101479>
- World Bank. (2022). *Global Economic Prospects*. <https://doi.org/https://doi.org/10.1596/978-1-4648-1758-8>
- Yermack, D. (2013). *Is Bitcoin a Real Currency?*
- Zaman, A. (2001). M. Umer Chapra . The Future of Economics: An Islamic Perspective . *Islamic Studies*, 40(1), 149–154. <https://doi.org/10.52541/isiri.v40i1.5064>
- Zhang, W., Li, Y., Xiong, X., & Wang, P. (2021). Downside risk and the cross-section of cryptocurrency returns. *Journal of Banking & Finance*, 133, 106246. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2021.106246>