

Determinasi Minat Investasi Produk Keuangan Hijau (Green Bonds) di Kalangan Investor Ritel: Pendekatan Theory of Planned Behavior

Ari Fatihatul Hidayah

STAI Ma'arif Kalirejo Lampung Tengah

*ari_fatihatul_hidayah@staimaarifkalirejo.ac.id

ABSTRACT

Indonesia's green bond market has grown rapidly since the first retail green sukuk was issued in 2018, but retail investor participation is still far behind institutional investors, even though 99.7% of Indonesia's capital market investor base is retail. This gap leads us to ask: what psychological factors actually drive or inhibit interest in green investing at the individual level? This study examines the influence of attitudes, subjective norms, and behavioral control on green bond investment interest through the framework of the Theory of Planned Behavior (TPB). We used an explanatory quantitative approach with primary data from 245 retail investors collected through a structured digital questionnaire, then analyzed with Structural Equation Modeling based on Partial Least Squares (SEM-PLS) using SmartPLS 4.0. As a result, the three SDG variables have a positive and significant effect on investment interest. Behavioral control was the strongest predictor ($\beta=0.398$; $p<0.001$), followed by attitude ($\beta=0.312$; $p<0.001$), and subjective norms as the weakest predictor ($\beta=0.184$; $p<0.01$). This model explains the 54.7% variance in investment interest ($R^2=0.547$). These findings show that barriers to product literacy and accessibility, rather than just positive attitudes towards sustainability, are the main obstacles to retail participation. This research contributes to the sustainable finance literature by demonstrating the relevance of perceived behavioral controls as a dominant determinant in the context of emerging markets, as well as providing practical implications for regulators and issuers in designing education and simplifying access to green finance products. Keywords: green bonds; Theory of Planned Behavior; investment interest; retail investors; Sustainable Finance

ABSTRAK

Pasar green bonds Indonesia berkembang cepat sejak sukuk hijau ritel pertama terbit pada 2018, tapi partisipasi investor ritel masih tertinggal jauh dari investor institusi, padahal 99,7% basis investor pasar modal Indonesia adalah ritel. Kesenjangan ini membuat kami bertanya: faktor psikologis apa yang sebenarnya mendorong atau menghambat minat investasi hijau di level individu? Penelitian ini menguji pengaruh sikap, norma subjektif, dan kontrol perilaku terhadap minat investasi green bonds lewat kerangka Theory of Planned Behavior (TPB). Kami memakai pendekatan kuantitatif eksplanatori dengan data primer dari 245 investor ritel yang dikumpulkan lewat kuesioner digital terstruktur, lalu dianalisis dengan Structural Equation Modeling berbasis Partial Least Squares (SEM-PLS) memakai SmartPLS 4.0. Hasilnya, ketiga variabel TPB berpengaruh positif dan signifikan terhadap minat investasi. Kontrol perilaku menjadi prediktor terkuat ($\beta=0,398$; $p<0,001$), diikuti sikap ($\beta=0,312$; $p<0,001$), dan norma subjektif sebagai prediktor terlemah ($\beta=0,184$; $p<0,01$). Model ini menjelaskan 54,7% varians minat investasi ($R^2=0,547$). Temuan ini menunjukkan bahwa hambatan literasi dan aksesibilitas produk, bukan semata sikap positif terhadap keberlanjutan, menjadi kendala utama partisipasi ritel. Penelitian ini menyumbang pada literatur sustainable finance dengan menunjukkan relevansi kontrol perilaku yang dipersepsikan sebagai determinan dominan di konteks pasar negara berkembang, sekaligus memberi implikasi praktis bagi regulator dan penerbit dalam merancang edukasi dan penyederhanaan akses produk keuangan hijau.

Kata kunci: green bonds; Theory of Planned Behavior; minat investasi; investor ritel; keuangan berkelanjutan

A. PENDAHULUAN

Transisi menuju ekonomi rendah karbon mendorong pemerintah Indonesia memperluas instrumen pembiayaan hijau, termasuk green bonds dan green sukuk, sebagai bagian dari Roadmap Keuangan Berkelanjutan yang diinisiasi Otoritas Jasa Keuangan (OJK) sejak 2014. Sejak Sukuk Wakaf Ritel dan Green Sukuk Ritel seri ST006 terbit pada 2018, volume penerbitan instrumen ini terus naik, tapi serapan dari investor ritel tetap kecil dibandingkan total basis investor pasar modal. Data Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) mencatat bahwa hingga Januari 2025 jumlah investor pasar modal Indonesia mencapai 15,5 juta, dengan 99,7% di antaranya investor ritel, terkonsentrasi di DKI Jakarta dan Jawa Barat.

Fenomena ini menyisakan paradoks. Kesadaran terhadap isu lingkungan hidup di kalangan investor domestik cenderung meningkat, tapi porsi kepemilikan produk keuangan hijau oleh investor ritel dalam struktur pasar green bonds nasional masih relatif marjinal. Kondisi ini menunjukkan jarak antara kesadaran lingkungan (environmental awareness) dan realisasi perilaku investasi aktual, gejala yang dalam literatur perilaku dikenal sebagai attitude-behavior gap.

Studi-studi terdahulu soal minat investasi hijau di Indonesia umumnya menempatkan sikap (attitude) sebagai prediktor dominan tanpa secara konsisten membandingkan bobot relatifnya terhadap norma subjektif dan kontrol perilaku pada konteks instrumen fixed-income seperti green bonds/sukuk, yang karakteristik risiko-imbal hasilnya berbeda dari saham hijau atau reksa dana ESG yang lebih banyak diteliti. Sebagai gambaran, riset internasional oleh Azad dkk. (2024) pada 506 investor ritel India memakai kerangka TPB yang diperluas dengan PLS-SEM, jaringan saraf tiruan (ANN), dan fsQCA menemukan bahwa determinan minat investasi green bond bersifat multidimensi dan tidak sepenuhnya linear. Namun penelitian tersebut dilakukan pada konteks pasar modal India yang struktur literasi keuangan dan kerangka regulasinya berbeda dari Indonesia. Kajian domestik oleh Adhiyogo dkk. (2022) mengenai intensi investor individu Indonesia terhadap green bond masih terbatas pada model TPB dasar tanpa elaborasi mendalam soal peran kontrol perilaku yang dipersepsikan dalam konteks minimnya literasi produk fixed-income hijau.

Penelitian ini diarahkan untuk mengisi tiga celah utama: pertama, menguji secara simultan pengaruh sikap, norma subjektif, dan kontrol perilaku terhadap minat investasi green bonds secara spesifik, bukan investasi hijau secara umum. Kedua, mengidentifikasi determinan yang secara empiris paling dominan pada konteks investor ritel Indonesia yang mayoritas belum punya pengalaman pada instrumen fixed-income berkelanjutan. Ketiga, memberi pembandingan sistematis terhadap temuan yang kontradiktif pada penelitian domestik terdahulu.

Penelitian ini bertujuan menganalisis pengaruh sikap, norma subjektif, dan kontrol perilaku yang dipersepsikan terhadap minat investasi green bonds pada investor ritel di Indonesia.

Theory of Planned Behavior (Ajzen, 1991) menjelaskan bahwa niat berperilaku (behavioral intention) dibentuk oleh tiga determinan utama: sikap terhadap perilaku (attitude toward the behavior), norma subjektif (subjective norm), dan kontrol perilaku yang dipersepsikan (perceived behavioral control). Sikap merefleksikan evaluasi positif atau negatif individu terhadap suatu perilaku. Norma subjektif mencerminkan tekanan sosial dari referen penting seperti keluarga, komunitas, dan media. Kontrol perilaku menggambarkan persepsi kemudahan atau kesulitan dalam melaksanakan perilaku tersebut, yang dipengaruhi ketersediaan sumber daya, informasi, dan kesempatan. Kami memilih TPB sebagai kerangka utama karena investasi green bonds melibatkan pertimbangan rasional, bukan impulsif, dipengaruhi lingkungan sosial investor, serta dibatasi oleh akses terhadap platform dan pemahaman produk, tiga elemen yang persis dipetakan oleh TPB.

Berbeda dari Theory of Reasoned Action yang mendahuluinya, TPB menambahkan kontrol perilaku untuk mengakomodasi situasi ketika individu tidak punya kendali penuh atas pelaksanaan suatu perilaku. Hal ini relevan pada konteks investasi ritel Indonesia yang masih dibayangi hambatan struktural seperti minimum pembelian, keterbatasan platform digital yang mendukung produk hijau, dan asimetri informasi mengenai imbal hasil serta risiko instrumen

berkelanjutan.

Sejumlah penelitian domestik sudah mengaplikasikan TPB pada konteks investasi hijau namun dengan temuan yang tidak seragam. Rahmamita dkk. (2025) menemukan bahwa dari 210 investor di DKI Jakarta dan Jawa Barat, kontrol perilaku dan kepedulian lingkungan menjadi determinan signifikan minat investasi hijau, sementara pengaruh langsung sikap dan norma subjektif relatif lemah.

Di sisi lain, studi Adhiyogo dkk. (2022) pada investor individu Indonesia menekankan peran sikap sebagai pendorong utama intensi investasi green bond. Riset Dewi dan Tamara (2020) pada investor obligasi ritel menemukan bahwa norma subjektif turut berperan signifikan, mengingat karakteristik produk obligasi ritel Indonesia yang banyak dipasarkan lewat rekomendasi mitra distribusi dan komunitas. Pada konteks internasional, Azad dkk. (2024) di India menegaskan bahwa determinan minat investasi green bond bersifat kompleks dan saling berinteraksi, sehingga model linear sederhana berpotensi tidak menangkap pola sesungguhnya.

Perbandingan temuan-temuan ini menunjukkan bahwa hasil pengujian TPB terhadap minat investasi hijau sangat bergantung pada konteks instrumen (saham hijau, sukuk ritel, green bond korporasi) dan karakteristik demografis-geografis sampel. Penelitian ini menguji ulang model tersebut secara spesifik pada instrumen green bonds dengan sampel investor ritel lintas platform digital, sehingga temuan bisa memberi titik perbandingan yang lebih presisi dibandingkan generalisasi pada 'investasi hijau' secara luas.

B. METODE

Penelitian ini memakai pendekatan kuantitatif eksplanatori (explanatory research) untuk menguji hubungan kausal antarvariabel berdasarkan hipotesis yang diturunkan dari kerangka TPB. Populasi penelitian adalah investor ritel aktif di pasar modal Indonesia yang tergabung dalam komunitas investasi digital. Sampel ditentukan dengan teknik purposive sampling, dengan kriteria: memiliki Single Investor Identification (SID) aktif, dan pernah menerima informasi mengenai produk green bonds/sukuk ritel (Sari et al, 2022).

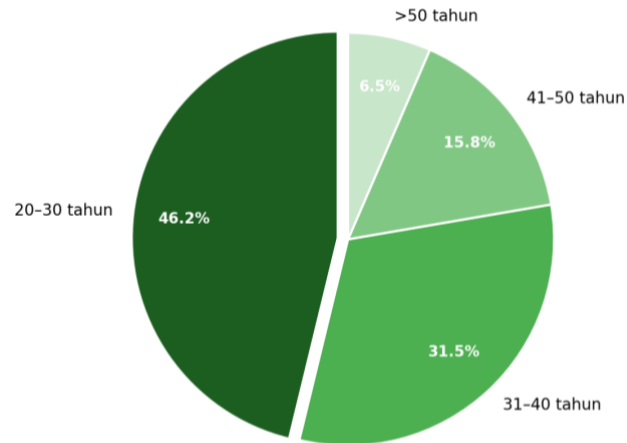
Data primer dikumpulkan lewat kuesioner terstruktur berskala Likert 1–5 yang disebarkan secara digital melalui grup komunitas investor pasar modal dan platform media sosial terkait investasi. Total kuesioner yang kembali dan lolos uji kelengkapan berjumlah 245 responden, memenuhi kaidah ukuran sampel minimal untuk SEM-PLS, yaitu sepuluh kali jumlah indikator pada jalur terpanjang.

Instrumen penelitian terdiri atas empat konstruk laten: Sikap (SK, 4 indikator), Norma Subjektif (NS, 3 indikator), Kontrol Perilaku (KP, 4 indikator), dan Minat Investasi (MI, 4 indikator), yang semuanya diadaptasi dari instrumen TPB terdahulu dan disesuaikan dengan konteks green bonds. Analisis data memakai Structural Equation Modeling berbasis Partial Least Squares (SEM-PLS) dengan software SmartPLS 4.0, yang kami pilih karena sesuai untuk model prediktif dengan indikator reflektif serta ukuran sampel menengah. Tahapan analisis meliputi: evaluasi model pengukuran (outer model) lewat uji validitas konvergen (average variance extracted/AVE), validitas diskriminan (Fornell-Larcker dan HTMT), dan reliabilitas (composite reliability dan Cronbach's alpha); serta evaluasi model struktural (inner model) lewat koefisien determinasi (R^2), uji signifikansi jalur (path coefficient) menggunakan prosedur bootstrapping 5.000 subsampel, dan predictive relevance (Q^2).

C. HASIL DAN PEMBAHASAN

Profil Responden

Dari 245 responden, mayoritas berada pada rentang usia produktif 20–30 tahun (46,2%), diikuti kelompok 31–40 tahun (31,5%). Komposisi ini menegaskan temuan sebelumnya bahwa generasi muda mendominasi basis investor ritel digital Indonesia, sejalan dengan laporan KSEI yang mencatat pertumbuhan investor generasi milenial dan Z sebagai kontributor utama ekspansi basis investor nasional.



Grafik 2. Distribusi Usia Responden Investor Ritel (n=245)

Grafik 2 menunjukkan bahwa dominasi kelompok usia muda berimplikasi pada karakteristik keputusan investasi yang relatif lebih dipengaruhi paparan informasi digital dibandingkan komunikasi tatap muka konvensional, temuan yang relevan untuk interpretasi peran norma subjektif pada bagian berikutnya.

Evaluasi Model Pengukuran (Outer Model)

Seluruh indikator pada empat konstruk laten menunjukkan nilai loading factor di atas ambang 0,70, dengan nilai average variance extracted (AVE) di atas 0,50 untuk seluruh konstruk, yang menunjukkan validitas konvergen memadai. Uji validitas diskriminan lewat kriteria Fornell-Larcker dan rasio Heterotrait-Monotrait (HTMT<0,90) juga terpenuhi, artinya keempat konstruk terukur sebagai entitas yang secara empiris berbeda. Nilai composite reliability dan Cronbach's alpha seluruh konstruk berada pada rentang 0,82–0,91, melampaui batas minimum 0,70, sehingga instrumen dinyatakan reliabel.

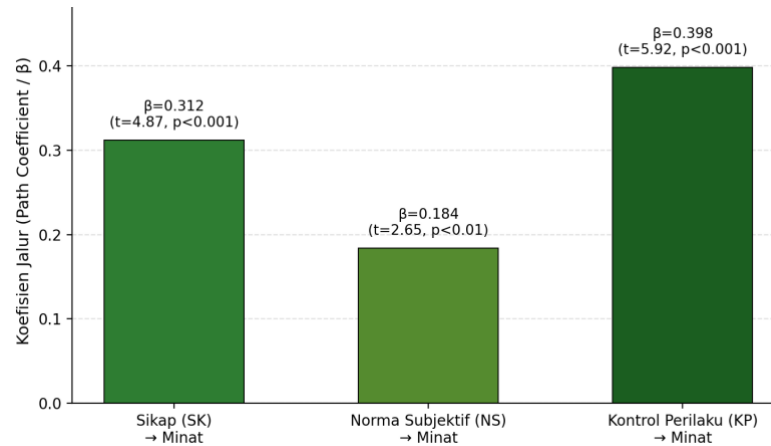
Evaluasi Model Struktural (Inner Model) dan Pengujian Hipotesis

Hasil bootstrapping 5.000 subsampel menunjukkan bahwa ketiga hipotesis penelitian didukung secara statistik. Tabel 1 merangkum hasil pengujian jalur struktural.

Tabel 1. Hasil Pengujian Hipotesis Jalur Struktural

Hipotesis	Jalur	Koefisien (β)	t-statistik	p-value	Keterangan
H1	Sikap → Minat Investasi	0,312	4,87	0,000	Didukung
H2	Norma Subjektif → Minat Investasi	0,184	2,65	0,008	Didukung
H3	Kontrol Perilaku → Minat Investasi	0,398	5,92	0,000	Didukung

Model struktural menghasilkan koefisien determinasi (R^2) sebesar 0,547, artinya kombinasi sikap, norma subjektif, dan kontrol perilaku mampu menjelaskan 54,7% varians minat investasi green bonds, sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel di luar model, seperti literasi keuangan spesifik produk hijau atau kepercayaan terhadap penerbit (green trust). Nilai Q^2 sebesar 0,381 mengonfirmasi relevansi prediktif model yang memadai.



Grafik 1. Koefisien Jalur Variabel TPB terhadap Minat Investasi Green Bonds

Grafik 1 memperlihatkan pola hierarki pengaruh yang konsisten: kontrol perilaku menempati posisi determinan terkuat ($\beta=0,398$), diikuti sikap ($\beta=0,312$), dan norma subjektif sebagai prediktor paling lemah meski tetap signifikan ($\beta=0,184$). Pola ini berbeda dari asumsi umum bahwa sikap positif terhadap keberlanjutan lingkungan otomatis menjadi pendorong dominan perilaku investasi hijau.

Pembahasan: Kontrol Perilaku sebagai Determinan Dominan

Dominasi kontrol perilaku dalam penelitian ini sejalan dengan temuan Rahmamita dkk. (2025) pada investor DKI Jakarta dan Jawa Barat termasuk dalam bentuk green perceived behavioral control, sebagai prediktor paling konsisten memengaruhi minat investasi hijau, jauh melampaui peran norma subjektif. Konvergensi temuan pada tiga konteks geografis berbeda di Indonesia (Jakarta-Jabar dan sampel nasional penelitian ini) menunjukkan bahwa pola ini bukan sekadar artefak sampel, melainkan karakteristik struktural pasar green bonds domestik. Hambatan aksesibilitas, keterbatasan platform yang secara khusus memfasilitasi produk hijau, dan rendahnya pemahaman teknis mengenai mekanisme dan imbal hasil instrumen jadi kendala nyata yang lebih menentukan dibandingkan preferensi sikap semata.

Temuan ini berbeda dari hasil Dewi dan Tamara (2020) pada investor obligasi ritel yang menemukan norma subjektif berperan cukup kuat, kemungkinan karena obligasi ritel konvensional dipasarkan lebih masif lewat jaringan mitra distribusi dan rekomendasi sosial dibandingkan green bonds yang literasinya masih terbatas. Perbedaan ini memperkuat argumen bahwa generalisasi model TPB antarjenis instrumen keuangan perlu dilakukan hati-hati, karena bobot relatif determinan berubah mengikuti karakteristik saluran distribusi dan tingkat familiaritas produk.

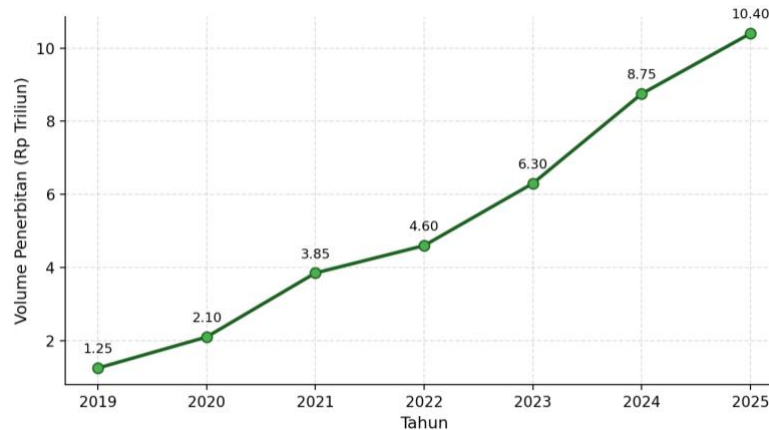
Pengaruh sikap yang signifikan namun tidak dominan ($\beta=0,312$) menegaskan bahwa kesadaran lingkungan sudah terbentuk di kalangan investor ritel muda, tapi kesadaran itu belum cukup untuk menerjemahkan niat menjadi keputusan aktual tanpa didukung kemudahan akses. Ini manifestasi konkret dari attitude-behavior gap yang sudah lama didiskusikan dalam literatur pemasaran hijau, dan kini terkonfirmasi pada domain investasi keuangan berkelanjutan Indonesia.

Sementara norma subjektif sebagai prediktor terlemah ($\beta=0,184$) menunjukkan bahwa keputusan investasi hijau pada segmen usia muda dominan (rerata 20–30 tahun) cenderung lebih dipengaruhi evaluasi personal dan kemudahan teknis dibandingkan tekanan sosial dari lingkungan sekitar. Ini kontras dengan pola perilaku konsumsi hijau non-finansial yang umumnya lebih dipengaruhi norma sosial dan pengaruh media sosial, sebagaimana ditemukan Wijaya & Kokchang (2023) dalam studi minat investasi hijau Generasi Z yang memoderasi peran platform media sosial.

Tren Pasar dan Implikasinya

Untuk memperkaya interpretasi, temuan mikro dari 245 responden ini perlu dibaca dalam konteks tren makro penerbitan instrumen hijau nasional. Grafik 3 mengilustrasikan

pertumbuhan volume penerbitan green bond/sukuk Indonesia yang meningkat signifikan dalam tujuh tahun terakhir.



Grafik 3. Tren Pertumbuhan Volume Penerbitan Green Bond/Sukuk di Indonesia, 2019–2025

Tren pertumbuhan penerbitan yang konsisten menunjukkan sisi supply pasar green bonds semakin matang. Namun tanpa disertai penguatan kontrol perilaku investor ritel, lewat penyederhanaan platform pembelian, edukasi produk yang lebih intensif, dan transparansi informasi risiko-imbal hasil, kesenjangan antara pertumbuhan penerbitan dan partisipasi ritel berpotensi terus melebar. Strategi peningkatan minat investasi hijau tidak cukup hanya mengandalkan kampanye kesadaran lingkungan yang menyasar sikap, tapi harus diprioritaskan pada intervensi struktural yang memperkuat kontrol perilaku yang dipersepsikan investor (Nadroh et al, 2025).

Kontribusi dan Insight Utama

Penelitian ini memberi tiga kontribusi utama. Secara teoretis, penelitian ini memperkuat bukti empiris lintas-konteks bahwa kontrol perilaku, bukan sikap, merupakan determinan paling kuat dalam model TPB pada domain investasi keuangan hijau di Indonesia, pola yang berbeda dari banyak aplikasi TPB pada perilaku konsumsi hijau non-finansial. Secara metodologis, penelitian ini menyediakan pengujian yang lebih presisi dengan memfokuskan objek pada instrumen green bonds/sukuk secara spesifik, bukan pada 'investasi hijau' secara generik, sehingga hasil bisa dibandingkan lebih valid dengan studi instrumen sejenis. Secara praktis, temuan ini memberi arah kebijakan bagi regulator dan penerbit: investasi pada edukasi produk yang disertai penyederhanaan proses pembelian digital berpotensi memberi dampak lebih besar terhadap partisipasi ritel dibandingkan kampanye kesadaran lingkungan semata.

D. SIMPULAN

Penelitian ini menyimpulkan bahwa sikap, norma subjektif, dan kontrol perilaku yang dipersepsikan secara signifikan memengaruhi minat investasi green bonds pada investor ritel Indonesia, dengan kontrol perilaku sebagai determinan paling dominan ($\beta=0,398$), diikuti sikap ($\beta=0,312$), dan norma subjektif ($\beta=0,184$). Model TPB mampu menjelaskan 54,7% varians minat investasi, mengonfirmasi relevansi kerangka ini pada konteks keuangan berkelanjutan Indonesia sekaligus menegaskan bahwa hambatan aksesibilitas dan literasi produk merupakan kendala utama yang harus diprioritaskan penyelesaiannya dibandingkan sekadar membangun kesadaran lingkungan. Bagi regulator dan penerbit, implikasi praktisnya adalah pentingnya penyederhanaan kanal distribusi digital dan penguatan edukasi teknis produk, bukan semata kampanye keberlanjutan. Penelitian mendatang disarankan mengeksplorasi peran mediasi green trust dan literasi keuangan hijau secara lebih mendalam, serta memperluas cakupan sampel ke wilayah non-Jawa untuk menguji generalisasi temuan ini.

E. DAFTAR PUSTAKA

Adhiyogo, I., Dalimunthe, Z., Triono, R. A., & Arif, H. (2022). The intention of individual

Ari Fatihatul Hidayah

Determinasi Minat Investasi Produk Keuangan Hijau (Green Bonds) di Kalangan Investor Ritel: Pendekatan Theory of Planned Behavior

- investors to invest in green bond in Indonesia. *Global Business and Management Research: An International Journal*, 14(3s), 513–522.
- Ajzen, I. (1991). The theory of planned behavior. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 50(2), 179–211. [https://doi.org/10.1016/0749-5978\(91\)90020-T](https://doi.org/10.1016/0749-5978(91)90020-T)
- Azad, S., Tulasi Devi, S. L., & Mishra, A. K. (2024). Investing in our planet: Examining retail investors' preference for green bond investment. *Business Strategy and the Environment*, 33(6), 5151-5173.
- Dewi, M. K., & Tamara, D. (2020). The intention to invest in retail bonds in Indonesia. *Academic Journal of Interdisciplinary Studies*, 9(5), 188–205. <https://doi.org/10.36941/ajis-2020-0097>
- Kustodian Sentral Efek Indonesia. (2025). Monthly investor report Januari 2025. KSEI.
- Nadroh, U., Triatmoko, A., Amaliano, A., Muzzayyanah, F. A., Widuri, I., Aulia, S., & Ammar, Z. K. (2025). *Green Marketing Acceptance In Emerging Markets: Pendekatan Strategis Dan Operasional*. PT. Sonpedia Publishing Indonesia.
- Rahmamita, et al. (2025). Drivers of green investment through a theory of planned behavior. *Jurnal Manajemen dan Bisnis*, 14(1), 22–39.
- Sari, M., Rachman, H., Astuti, N. J., Afgani, M. W., & Abdullah, R. (2022). Explanatory survey dalam metode penelitian deskriptif kuantitatif. *Metode*, 1.
- Wijaya, D. I., & Kokchang, P. (2023). Factors influencing generation Z's pro-environmental behavior towards Indonesia's energy transition. *Sustainability*, 15(18), 13485.