JCI
Jurnal Cakrawala Ilmiah
Vol.6, No.3, November 2026

Efektivitas Emas sebagai Safe Haven bagi Portofolio Saham pada Periode Krisis

Ayu Setia Rahmadani[1], Sri Wigati[2]

[1,2]Prodi Ekonomi Syariah, Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam, Universitas Islam Negeri Sunan Ampel Surabaya
E-mail: [1]ayusetiarahmadani9@gmail.com, [2]sriwigati@uinsa.ac.id

Article History:
Received: 11-10-2026
Revised: 01-11-2026
Accepted: 14-11-2026

Keywords: Safe Haven; Gold; Stock Portfolio; Crisis Period; Diversification

Abstract: *Stock markets are highly vulnerable to crises, prompting investors to seek protective assets. Gold is widely regarded as a safe haven, yet its effectiveness for stock portfolios in Indonesia remains debated. This study aims to assess the effectiveness of gold as a safe haven for stock portfolios during crisis periods and to identify the factors that explain differences in findings. Employing a descriptive-qualitative approach based on a literature review, the study analyzes ten articles from Indonesian scholarly journals published between 2018 and 2024 that cover the aftermath of the global financial crisis, the COVID-19 pandemic, and the Russia–Ukraine war. The findings indicate mixed evidence. Five studies show that gold acts as a safe haven or hedge, particularly for sharia stocks and mining stocks, whereas five studies find that gold does not meet the safe haven criteria for the Indonesian stock market, especially the IDX Composite Index and EIDO during the pandemic. Gold appears more consistent as a diversifier. Differences in results are associated with testing methods, data periods and frequency, stock objects, gold price denomination, investor behavior, and the nature of the crisis. The study concludes that gold is better positioned as a risk buffer than as a guaranteed protector of stock portfolios.*

PENDAHULUAN

Salah satu instrumen investasi yang menawarkan potensi imbal hasil tinggi, tetapi juga sangat peka terhadap guncangan ekonomi dan ketidakpastian global adalah pasar saham. Saat terjadi krisis, harga saham dapat turun tajam dalam waktu singkat dan nilai portofolio para investor akan ikut turun (Corbet et al., 2020; Ji et al., 2020). Pandemi COVID-19 yang muncul sejak awal 2020 memberikan dampak besar bagi kondisi sosial ekonomi di seluruh dunia, termasuk Indonesia, dan memunculkan ketidakpastian yang memengaruhi perilaku pelaku pasar (Puspitasari et al., 2022). Tekanan serupa terlihat pada krisis geopolitik IHSG melemah setelah pecahnya perang Rusia-Ukraina pada 2022 (Agustina & Barus, 2023).

Dalam kondisi ini, investor mencari aset yang bisa membantu menjaga nilai portofolio (Baur & McDermott, 2010; Hood & Malik, 2013). Salah satu aset yang sering dibahas adalah emas, yang sejak lama dipandang sebagai aset *safe haven* (Robiyanto, 2018c). Sebagai gambaran sederhana, seorang investor yang mengalokasikan 70% dananya pada saham dan 30% pada emas berharap ketika harga saham turun akibat krisis, harga emas bisa tetap stabil atau bahkan naik sehingga kerugian dari keseluruhan portofolio tidak sebesar jika seluruh dana dialokasikan di saham. Tetapi,

emas tidak selalu naik ketika saham turun, dan disinilah letak persoalan yang menarik untuk dikaji.

Penelitian-penelitian terdahulu di Indonesia belum menghasilkan kesimpulan yang seragam (Puryandani & Robiyanto, 2019; Wijaya & Ulpah, 2022). Robiyanto (2018c) menemukan bahwa emas dapat menjadi *safe haven* bagi saham syariah, dan Yuliana dan Robiyanto (2021) menemukan peran serupa bagi saham pertambangan selama pandemi. Sebaliknya, Sugiyanto dan Robiyanto (2022) menyimpulkan bahwa emas tidak dapat berperan sebagai *safe haven* bagi EIDO dan IHSG, sedangkan Puspitasari et al. (2022) tidak menemukan hubungan yang signifikan antara IHSG dan harga emas. Perbedaan pada temuan ini penting karena menyangkut keputusan bagi investor mengalokasikan dana pada emas dengan harapan perlindungan yang ternyata tidak terjadi dapat merugikan, sementara mengabaikan emas bisa menghilangkan manfaat diversifikasi.

Berdasarkan kondisi tersebut, artikel ini membahas efektivitas saham sebagai *safe haven* bagi portofolio saham pada periode krisis berdasarkan hasil penelitian terdahulu di Indonesia. Pembahasan diarahkan untuk melihat bagaimana emas berperilaku dalam menghadapi berbagai krisis, apakah emas benar benar melindungi portofolio saham, serta faktor-faktor yang menjelaskan perbedaan temuan antar penelitian.

Kajian Teoritis

Portofolio dan Diversifikasi

Teori portofolio modern yang dikembangkan Markowitz (1952) memiliki tujuan untuk menentukan portofolio paling efisien untuk mengurangi risiko kerugian dengan memilih aset yang berkorelasi negatif (Wulan et al., 2024). Gagasan dasarnya adalah bahwa risiko portofolio tidak hanya ditentukan oleh risiko masing-masing aset, tetapi juga dipengaruhi oleh bagaimana aset-aset itu berperilaku secara bersamaan. Semakin rendah hubungan antar aset, semakin besar penurunan risiko yang bisa diperoleh dari penggabungannya (Robiyanto, 2018a). Karena itu, menambah aset dari kategori yang berbeda, misalnya emas, dipandang lebih efektif untuk menurunkan risiko total portofolio dibandingkan hanya menambah jumlah saham dalam satu kategori aset yang sama (Putra et al., 2018).

Hedge, Safe Haven, dan Diversifier

Baur dan Lucey (2010) mengembangkan kerangka konseptual untuk membedakan tiga peran aset dalam portofolio investasi, yaitu *hedge, safe haven, dan diversifer.* Ketiganya dibedakan berdasarkan hubungan korelasi antara suatu aset dengan aset atau portofolio lainnya **(Ciner et al., 2013)**. *Hedge* merupakan merupaka aset yang memiliki korelasi negatif atau tidak berkorelasi dengan aset lain secara rata-rata. Sementara itu, *safe haven* merupakan aset yang memiliki korelasi negatif atau tidak berkorelasi dengan aset lain pada kondisi pasar tertentu, terutama ketika terjadi tekanan atau gejolak pasar. *Diversifier* merupakan aset yang memiliki korelasi positif, tetapi tidak sempurna, dengan aset lain secara rata-rata. Selanjutnya, **Baur dan McDermott (2010)** mengembangkan klasifikasi tersebut dengan membedakan karakteristik *hedge* dan *safe haven* menjadi kategori kuat dan lemah. Suatu aset dikategorikan sebagai *strong hedge* apabila memiliki korelasi negatif dengan aset lain secara rata-rata, sedangkan *weak hedge* apabila apabila tidak berkorelasi. Pada konsep *safe haven*, kategori kuat menunjukkan korelasi negatif ketika pasar mengalami tekanan, sementara kategori lemah menunjukkan tidak adanya korelasi pada periode tersebut.

Emas dalam Perspektif Krisis

Emas memiliki karakteristik investasi yang berbeda dari saham. Ketika perekonomian mengalami ketidakstabilan, emas kerap menjadi pilihan alternatif bagi investor untuk mempertahankan nilai kekayaannya. Harga emas sendiri dipengaruhi oleh berbagai faktor, seperti kondisi perekonomian, inflasi, nilai tukar, serta tingkat ketidakpastian pasar **(Puspitasari et al., 2022)**. Dalam portofolio saham, emas dapat digunakan sebagai aset alternatif untuk membantu mengendalikan risiko, khususnya saat pasar mengalami tekanan. Meskipun demikian, kemampuan emas dalam memberikan perlindungan tidak selalu sama pada setiap kondisi pasar **(Beckmann et al., 2015; Hood & Malik, 2013)**. Oleh sebab itu, hubungan antara pergerakan harga emas dan saham perlu diperhatikan untuk mengetahui peran emas selama periode krisis **(Robiyanto, 2018c)**.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan metode deskriptif kualitatif dengan pendekatan studi Pustaka *(literature review)*. Metode ini digunakan untuk memperoleh gambaran mengenai efektivitas emas sebagai *safe haven* bagi portofolio saham pada periode krisis, berdasarkan hasil penelitian terdahulu. Data yang digunakam dalam penelitian ini merupakan data sekunder yang diperoleh dari berbagai literatur, terutama jurnal ilmiah yang membahas hubungan antara emas dan pasar saham, terutama penelitian yang mengamati kondisi pasar normal maupun saat terjadi kisis ekonomi. Data yang telah dikumpulkan kemudian dianalisis menggunakan teknik analisis deskriptif dengan membandingkan hasil penelitian terdahulu. Analisis difokuskan pada perbedaan temuan mengenai kemampuan emas dalam memberikan perlindungan terhadap portofolio saham selama periode krisis. Dari hasil perbandingan tersebut, penelitian ini berupaya memperoleh gambaran mengenai efektifitas emas sebagai *safe haven* serta faktor-faktor yang memengaruhi perannya dalam kondisi pasar yang berbeda.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Emas pada Krisis Keuangan dan Pasar Modal Secara Umum

Robiyanto (2018c) menguji peran emas terhadap saham syariah yang diwakii oleh Jakarta Islamic Index dengan menggunakan data bulanan periode Mei 2008-September 2017. Hasil penelitian menemukan bahwa emas berfungsi sebagai *hedge* bagi saham syariah dan juga dapat menjadi *safe haven* ketika terjadi guncangan ekstrem di pasar saham Indonesia, sehingga investor disarankan memindahkan sebagian asetnya ke emas ketika pasar saham jatuh drastis. Putra et al. (2018) melakukan penelitian yang menggunakan DCC_GARCCH untuk melihat hubungan dinamis antara emas dan saham. Hasil penelitian ini juga menemukan bahwa emas dapat menjadi *safe haven* dan *hedge* yang efektif bagi saham Indonesia, dan portofolio yang dilindungi emas menghasilkan kinerja yang lebih baik setelah memperhitungkan risiko. Kedua penelitian ini menunjukkan bahwa emas tidak hanya berperan dalam melindungi portofolio ketika pasar saham turun, tetapi juga dapat mendukung kinerja portofolio secara keseluruhan.

Namun, bukti yang berbeda juga muncul pada periode yang sama. (Robiyanto, 2018b) menyimpulkan bahwa emas tidak memiliki peran sebagai *safe haven* bagi pasar modal Indonesia, tetapi berperan sebagai *safe haven* bagi pasar modal Malaysia. Dalam studi tersebut, justru obligasi korporat Indonesia yang berpotensi menjalankan fungsi *safe haven* bagi saham di Bursa Efek Indonesia, sedangkan obligasi pemerintah Indonesia tidak. Hartono dan Robiyanto (2021) Juga menemukan hasil yang serupa. Penelitian dengan menguji aset kripto, emas dalam rupiah, dan indeks obligasi pemerintah dengan data harian Agustus 2015-Desember 2018, menemukan bahwa hanya ethereum yang dapat menjadi *safe haven,* sedangkan bitcoin, ripple, emas dan obligasi pemerintah tidak dapat berperan demikian bagi pasar Indonesia.

Emas pada Pandemi COVID-19

Pandemi COVID-19 menjadi krisis yang paling banyak diteliti. Yuliana dan Robiyanto (2021) menganalisis saham pertambangan Indonesia dengan data harian Januari-Mei 2020, yaitu fase awal krisis. Hasilnya, emas berfungsi sebagai *safe haven* yang kuat dan sebagai *hedge* bagi saham pertambangan ketika terjadi ketidakpastian ekstrem di pasar saham. Penelitian tersebut juga mencatat bahwa indeks pertambangan hanya mengalami penurunan yang relatif tipis pada awal 2020 dibandingkan indeks sektor lain, yaitu sekitar 18,94% secara *year to date.* Permana dan Pangestuti (2021) menggunakan *stochastic dominance* pada Juni 2019-November 2020 dan menemukan bahwa portofolio saham-emas mendominasi portofolio saham saja pada orde kedua dan ketiga untuk seluruh porsi emas dari 5% hingga 50%. Artinya, investor yang menghindari risiko akan lebih menyukai portofolio campuran tersebut, dan emas mampu berperan sebagai *hedge* atau *safe haven* sebelum maupun selama pandemi.

Sebaliknya, penelitian dengan jangka waktu lebih panjang dan indeks yang lebih luas cenderung tidak mendukung peran *safe haven.* Sugiyanto dan Robiyanto (2022) menguji IHSG dan EIDO, yaitu ETF saham Indonesia yang diperdagangkan di bursa Amerika Serikat, dengan data harian Januari 2018-Desember 2021 yang dibagi menjadi 503 pengamatan sebelum pandemi dan 428 pengamatan selama pandemi. Hasil statistik deskriptif menunjukkan bahwa selama pandemi risiko seluruh aset meningkat. Standar deviasi return harian emas naik dari 0,0076 menjadi 0,0116, IHSG dari 0,0088 menjadi 0,0140, dan EIDO dari 0,0151 menjadi 0,0256. Meskipun demikian, emas tetap menjadi aset yang paling stabil dibandingkan IHSG dan EIDO. Rendahnya gejolak harga emas inilah yang membuatnya tetap benilai sebagai penyeimbang risiko, walaupun tidak selalu bergerak berlawanan arah denga saham.

Meskipun risikonya paling rendah, hasil regresi menunjukkan bahwa emas tidak berperan sebagai *safe haven* bagi EIDO dan IHSG. Pada estimasi OLS selama pandemi, koefisien IHSG bernilai positif dan signifikan pada tingkat 5% (0,0928), sehingga emas tidak berfungsi sebagai *hedge*. Pada regresi kuantil, koefisien IHSG tidak signifikan (misalnya 0,0491 pada kuantil 10%) sehingga emas tidak ikut jatuh bersama saham dan berfungsi sebagai *diversifier*, tetapi bukan sebagai *safe haven* yang kuat (Sugiyanto & Robiyanto, 2022). Dengan kata lain, emas bukan pelindung yang bergerak berlawanan arah, melainkan penyeimbang risiko.

Puspitasari et al. (2022) meneliti hubungan antara emas dan IHSG dengan model ARDL pada data bulanan Januari 2020-Mei 2022. Uji batas tidak menemukan kointegrasi jangka panjang (nilai f 2,111 lebih kecil daripada batas bawah 3,65 pada taraf 1%), dan dalam jangka pendek koefisien IHSG terhadap harga emas bernilai negatif tetapi tidak signifikan (-0,1518; p = 0,287). Hasil tersebut diartikan bahwa emas tidak menjalankan peran *safe haven*. Mereka menduga bahwa pembatasan kegiatan masyarakat selama pandemi menghambat aktivitas ekonomi dan mendorong masyarakat memegang uang tunai, sementara daya beli yang menurun membuat emas tidak menjadi pilihan meskipun harganya menguat.

Wulan et al. (2024) menguji emas dan bitcoin terhadap IHSG dengan DCC-GARCH menggunakan 1.343 observasi harian dari 5 Januari 2018 hingga 20 Juli 2023. Statistik deskriptif dalam penelitian tersebut menunjukkan bahwa emas (standar deviasi 0,973) hanya sedikit lebih tidak bergejolak daripada IHSG (1,041) dan jauh lebih stabil daripada bitcoin (4,695). Penurunan harian terdalam bitcoin mencapai -48,090, jauh melampaui IHSG (-6,805) dan emas (-5,114), sehingga bitcoin tampak lebih jauh berisiko.

Hasil estimasi menunjukkan bahwa emas hanya berperan sebagai *safe haven* yang lemah pada kuantil 10%, yaitu kondisi 10% hari terburuk bagi saham, karena koefisiennya negatif (-0,003) namun tidak signifikan. Pada kuantil 5% dan 1% yang menggambarkan kondisi pasar yang semakin parah, koefisien emas bernilai positif dan signifikan (0,006 dan 0,014), artinya emas justru bergerak searah dengan saham sehingga tidak berperan sebagai *safe haven*. Selama periode COVID-19, koefisien emas juga positif dan signifikan (0,007) sehingga emas tidak menjalankan peran *safe haven*. Koefisien pada kondisi normal pun poaitif dan signifikan (0,052), yang berarti emas bukan *hedge* tetapi tetap memenuhi kriteria sebagai *diversifier* yang efektif (Wulan et al., 2024).

Emas pada Krisis Geopolitik

Selain pandemi, krisis geopolitik juga diteliti. Agustina dan Barus (2023) membandingkan kondisi tiga bulan sebelum dan tiga bulan sesudah invasi Rusia dan Ukraina dengan uji Wilcoxon. Hasilnya menunjukkan bahwa IHSG dan indeks Nasdaq turun, sedangkan harga emas dunia dan nilai tukar dolar AS menguat, sehingga keduanya disimpulkan sebagai investasi *safe haven* yang paling aman pada peristiwa tersebut. Aset kripto seperti bitcoin, Ethereum, dan ripple justru mengalami penurunan. Kesimpulan ini perlu dibaca dengan hati-hati karena uji beda antara dua periode hanya menunjukkan arah perubahan harga dan tidak menguji korelasi emas-saham pada kuantil bawah sebagaimana definisi *safe haven*. Meskipun demikian, temuan ini menunjukkan bahwa pada krisis yang bersifat geopolitik, emas cenderung menguat ketika saham melemah.

Emas sebagai Diversifier dan Efektivitasnya pada Portofolio

Meskipun status *safe haven* emas diperdebatkan, beberapa studi konsisten menemukan peran emas sebagai *difersifier*. Sugiyanto dan Robiyanto (2022) menemukan bahwa emas dapat menjadi *difersifier* bagi IHSG bahkan pada kondisi pasar yang ekstrem. Wulan et al. (2024) menemukan bahwa koefisien korelasi emas dengan IHSG yang positif dan signifikan menandakan kemampuan emas sebagai istrumen diversifikasi yang efektif. Peran ini bermakna secara praktis. Aset yang tidak sepenuhnya bergerak searah dengan saham tetap dapat menurunkan risiko portofolio, terutama jika volatilitasnya lebih rendah daripada saham.

Sebagai ilustrasi investor dengan 70% saham dan 30% emas. Misalkan harga saham turun 30%, sementara emas naik 10%, return portofolio menjadi 0,7 x (-30%) + 0,3 x 10% = -18%. Hasil ini menunjukkan bahwa kerugian portofolio lebih kecil dibandingkan dengan portofolio yang seluruhnya terdiri atas saham. Jika emas stabil portofolio turun 21%, jika emas turun 10% portofolio turun 24%, masih lebih kecil daripada penurunan saham. Dengan demikian, emas tetap dapat memberikan perlindungan selama penurunannya tidak lebih besar daripada penurunan saham. Sebaliknya, apabila harga emas mengalami penurunan yang lebih dalam daripada saham, manfaat perlindungan tersebut dapat berkurang atau bahkan hilang. Perhitungan ini merupakan ilustrasi matematis, bukan gambaran kondisi pasar yang sebenarnya. Penjelasan tersebut sejalan dengan penelitian terdahulu. Permana dan Pangestuti (2021) mengenai dominasi portofolio saham emas pada proporsi emas sebesar 5%-50%, serta Putra et al. (2018) yang menemukan bahwa portofilio dengan perlindungan emas memiliki kinerja *risk adjusted* yang lebih tinggi.

Efektivitas Emas Menurut Jenis Saham

Jika temuan dikelompokkan menurut objek sahamnya, polanya menjadi lebih jelas. Untuk saham syariah. Robiyanto (2018c) menemukan bahwa emas berfungsi sebagai *hedge* dan *safe haven*. Untuk saham pertambangan, Yuliana dan Robiyanto (2021) menemukan bahwa emas merupakan *safe haven* yang kuat dan *hedge* pada awal pandemi. Dua kelompok saham ini menunjukkan hasil yang paling mendukung emas. Pada indeks pasar yang lebih luas, hasil

penelitian mengenai efektivitas emas sebagai *safe haven* masih menunjukkan perbedaan. Putra et al. (2018) menemukan bahwa emas dapat berperan sebagai safe haven sekaligus hedge bagi IHSG dan indeks sektoral. Namun, hasil berbeda ditemukan oleh Sugiyanto dan Robiyanto (2022), Puspitasari et al. (2022), serta Wulan et al. (2024), yang tidak menemukan peran safe haven emas bagi IHSG selama periode pandemi COVID-19. Sugiyanto dan Robiyanto (2022) juga menemukan bahwa emas tidak berperan sebagai *safe haven* bagi EIDO. Temuan ini mengindikasikan bahwa kemampuan emas sebagai pelindung portofolio dapat berbeda berdasarkan cakupan indeks saham yang digunakan. Salah satu kemungkinan penjelasannya adalah indeks dengan cakupan saham yang luas mencakup berbagai sektor dengan sensitivitas berbeda terhadap krisis, sehingga hubungan antara emas dan indeks saham menjadi kurang kuat dibandingkan pada sektor tertentu. Namun, penjelasan tersebut masih merupakan interpretasi yang memerlukan pengujian lebih lanjut.

Emas Dibandingkan dengan Aset Lain

Beberapa studi tidak hanya menguji emas, tetapi juga membandingkannya dengan aset lain. Robiyanto (2018b) membandingkan emas dengan obligasi dan menemukan bahwa obligasi korporat Indonesia, bukan emas, yang berpotensi menjadi *safe haven* bagi saham di Bursa Efek Indonesia. Hartono dan Robiyanto (2021) menemukan bahwa di antara aset kripto, emas, dan obligasi pemerintah, hanya Ethereum yang dapat berperan sebagai *safe haven*. Wulan et al. (2024) membandingkan emas dengan Bitcoin, yang jauh lebih bergejolak (Bouri et al., 2017; Conlon & McGee, 2020), sedangkan Agustina dan Barus (2023) mencatat bahwa pada perang Rusia–Ukraina aset kripto justru melemah ketika emas dan dolar AS menguat.

Faktor yang Menjelaskan Perbedaan Hasil

Perbedaan temuan mengenai peran emas sebagai *safe haven* juga terlihat dalam berbagai penelitian internasional. Wulan et al. (2024) menjelaskan bahwa sejumlah penelitian menunjukkan emas mampu menjadi *safe haven* yang kuat bagi saham konvensional maupun syariah. Namun, penelitian lainnya menemukan bahwa emas hanya memberikan perlindungan yang lemah ketika pasar mengalami tekanan ekstrem (Akhtaruzzaman et al., 2021; Salisu et al., 2021). Bahkan, terdapat penelitian yang menyimpulkan bahwa emas tidak memiliki kemampuan sebagai *safe haven*. Perubahan kemampuan tersebut juga terlihat dalam temuan yang dirujuk oleh Sugiyanto dan Robiyanto (2022), yaitu emas masih menunjukkan ketahanan sebelum 16 Maret 2020, tetapi mulai melemah pada 17 Maret 2020. Hal ini menunjukkan bahwa kemampuan emas dalam melindungi investasi dapat berubah dalam waktu singkat, terutama pada tahap awal terjadinya krisis.

Berdasarkan hasil perbandingan berbagai penelitian, terdapat enam faktor yang diduga menjadi penyebab perbedaan temuan tersebut. Pertama, perbedaan definisi dan metode pengujian. Suatu aset dapat dikategorikan sebagai *safe haven* apabila tidak memiliki hubungan positif dengan saham ketika pasar berada dalam kondisi ekstrem. Oleh sebab itu, metode seperti regresi kuantil dan DCC-GARCH dinilai lebih sesuai untuk mengamati hubungan tersebut dibandingkan ARDL bulanan yang mengukur hubungan rata-rata (Puspitasari et al., 2022), maupun uji beda sebelum dan sesudah suatu peristiwa yang tidak secara langsung mengukur korelasi (Agustina & Barus, 2023).

Kedua, perbedaan panjang periode dan frekuensi data yang digunakan. Yuliana dan Robiyanto (2021) menggunakan data harian selama lima bulan pada tahap awal krisis, sedangkan Sugiyanto dan Robiyanto (2022) serta Wulan et al. (2024) menggunakan periode pengamatan yang

lebih panjang, termasuk masa pemulihan pasar. Perbedaan kondisi pasar dalam setiap periode tersebut memungkinkan munculnya hasil korelasi yang berbeda. Hal ini sejalan dengan penjelasan Wulan et al. (2024) bahwa karakteristik *safe haven* suatu aset dapat mengalami perubahan dari waktu ke waktu.

Ketiga, perbedaan objek saham yang diteliti. Emas merupakan komoditas yang berkaitan erat dengan sektor pertambangan (Yuliana & Robiyanto, 2021). Oleh karena itu, saham pertambangan diduga memiliki keterkaitan lebih kuat dengan siklus komoditas dan dapat menunjukkan perilaku yang berbeda dibandingkan IHSG. Dugaan ini masih memerlukan pengujian lebih lanjut. Selain itu, saham syariah, IHSG, dan EIDO memiliki susunan saham serta basis investor yang tidak sama. EIDO juga diperdagangkan menggunakan denominasi dolar AS di bursa Amerika Serikat (Sugiyanto & Robiyanto, 2022).

Keempat, perbedaan denominasi dan sumber harga emas yang digunakan dalam penelitian. Hartono dan Robiyanto (2021) menggunakan harga emas dalam rupiah, sementara Wulan et al. (2024) menggunakan harga emas dalam dolar AS. Adapun Putra et al. (2018) menggunakan harga *futures* emas. Perbedaan tersebut menyebabkan ukuran harga emas yang dianalisis tidak sepenuhnya sama.

Kelima, perilaku investor turut diduga memengaruhi kemampuan emas sebagai pelindung investasi. Kecenderungan investor untuk menyimpan uang tunai serta menurunnya daya beli selama pandemi (Puspitasari et al., 2022), ditambah dengan rendahnya kepercayaan investor dan sentimen positif terhadap saham Wulan et al. (2024) berpotensi mengurangi permintaan emas ketika harga saham mengalami penurunan. Keenam, karakteristik krisis yang dihadapi. Pandemi COVID-19 tidak hanya menimbulkan tekanan ekonomi, tetapi juga disertai pembatasan aktivitas masyarakat dan persoalan sosial serta kesehatan (Puspitasari et al., 2022). Sementara itu, perang Rusia–Ukraina lebih berkaitan dengan risiko geopolitik yang dapat mendorong investor untuk membeli aset yang dianggap lebih aman (Agustina & Barus, 2023). Perbedaan karakteristik tersebut dapat menjadi salah satu alasan mengapa emas tidak menunjukkan kemampuan perlindungan yang sama dalam setiap jenis krisis.

KESIMPULAN

Efektivitas emas sebagai *safe haven* bagi portofolio saham pada periode krisis berdasarkan penelitian terdahulu di Indonesia bersifat kondisional. Lima dari sepuluh studi mendukung peran emas sebagai *safe haven* atau *hedge*, terutama bagi saham syariah dan saham pertambangan serta pada portofolio yang dikelola lintas kelas aset. Lima studi lainnya tidak menemukan peran tersebut bagi pasar modal Indonesia secara umum, khususnya bagi IHSG dan EIDO selama pandemi COVID-19. Peran emas sebagai *diversifier* dan sebagai aset dengan volatilitas lebih rendah relatif konsisten.

Perbedaan temuan bersumber dari definisi dan alat uji, panjang dan frekuensi data, objek saham, denominasi harga emas, perilaku investor, dan sifat krisis. Oleh karena itu, emas sebaiknya diposisikan sebagai penyangga risiko pada porsi yang moderat, bukan sebagai jaminan perlindungan pada setiap krisis. Penelitian selanjutnya disarankan menguji emas dengan regresi kuantil dan DCC-GARCH pada seluruh episode krisis dalam satu kerangka yang seragam, membandingkan emas dalam rupiah dan dolar AS, menguji berbagai porsi emas pada portofolio riil dengan memperhitungkan *rebalancing* dan biaya transaksi, serta membandingkan emas dengan obligasi dan aset lain sebagai calon *safe haven*.

Bagi investor, hasil kajian ini menyiratkan bahwa keputusan menempatkan dana pada emas sebaiknya tidak didasarkan pada anggapan bahwa emas pasti naik ketika saham turun. Emas lebih

tepat dipandang sebagai aset yang volatilitasnya lebih rendah dan tidak sepenuhnya searah dengan saham, sehingga membantu menurunkan risiko portofolio pada porsi yang moderat. Bagi akademisi dan pengambil kebijakan, perbedaan temuan antarpenelitian menegaskan pentingnya menyeragamkan definisi, alat uji, dan periode pengamatan agar bukti mengenai peran *safe haven* dapat dibandingkan secara adil. Bagi pelaku pasar modal Indonesia, kajian ini juga menunjukkan bahwa pemahaman tentang jenis krisis, jenis saham yang dimiliki, dan kebutuhan likuiditas jangka pendek perlu dipertimbangkan sebelum emas dijadikan instrumen pelindung portofolio.

PENGAKUAN/ACKNOWLEDGEMENTS

Penulis mengucapkan terima kasih kepada semua pihak yang telah memberikan dukungan moral dan material sehingga penelitian dan penulisan artikel ini dapat diselesaikan dengan baik.

DAFTAR PUSTAKA

Agustina, & Barus, A. C. (2023). Investasi safe haven: Dampak perang Rusia–Ukraina. *Owner: Riset & Jurnal Akuntansi*, *7*(3), 2330–2339. https://doi.org/10.33395/owner.v7i3.1523

Akhtaruzzaman, M., Boubaker, S., Lucey, B. M., & Sensoy, A. (2021). Is gold a hedge or a safe-haven asset in the COVID-19 crisis? *Economic Modelling*, *102*, 105588. https://doi.org/10.1016/j.econmod.2021.105588

Baur, D. G., & Lucey, B. M. (2010). Is gold a hedge or a safe haven? An analysis of stocks, bonds and gold. *Financial Review*, *45*(2), 217–229. https://doi.org/10.1111/j.1540-6288.2010.00244.x

Baur, D. G., & McDermott, T. K. (2010). Is gold a safe haven? International evidence. *Journal of Banking & Finance*, *34*(8), 1886–1898. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.12.008

Beckmann, J., Berger, T., & Czudaj, R. (2015). Does gold act as a hedge or a safe haven for stocks? A smooth transition approach. *Economic Modelling*, *48*, 16–24. https://doi.org/10.1016/j.econmod.2014.10.044

Bouri, E., Molnár, P., Azzi, G., Roubaud, D., & Hagfors, L. I. (2017). On the hedge and safe haven properties of Bitcoin: Is it really more than a diversifier? *Finance Research Letters*, *20*, 192–198. https://doi.org/10.1016/j.frl.2016.09.025

Ciner, C., Gurdgiev, C., & Lucey, B. M. (2013). Hedges and safe havens: An examination of stocks, bonds, gold, oil and exchange rates. *International Review of Financial Analysis*, *29*, 202–211. https://doi.org/10.1016/j.irfa.2012.12.001

Conlon, T., & McGee, R. (2020). Safe haven or risky hazard? Bitcoin during the Covid-19 bear market. *Finance Research Letters*, *35*, 101607. https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101607

Corbet, S., Larkin, C., & Lucey, B. (2020). The contagion effects of the COVID-19 pandemic: Evidence from gold and cryptocurrencies. *Finance Research Letters*, *35*, 101554. https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101554

Hartono, P., & Robiyanto, R. (2021). Can cryptocurrency, gold and bonds play a role as a safe haven for the Indonesian capital market? *Jurnal Ekonomi Kuantitatif Terapan*, *14*(1), 1–10. https://doi.org/10.24843/JEKT.2021.v14.i01.p01

Hood, M., & Malik, F. (2013). Is gold the best hedge and a safe haven under changing stock market volatility? *Review of Financial Economics*, *22*(2), 47–52. https://doi.org/10.1016/j.rfe.2013.03.001

Ji, Q., Zhang, D., & Zhao, Y. (2020). Searching for safe-haven assets during the COVID-19

pandemic. *International Review of Financial Analysis*, *71*, 101526. https://doi.org/10.1016/j.irfa.2020.101526

Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *The Journal of Finance*, *7*(1), 77–91. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1952.tb01525.x

Permana, I. I., & Pangestuti, I. R. D. (2021). Peran emas sebagai hedge atau safe haven terhadap saham pada periode sebelum dan selama Covid-19 di Indonesia. *SEIKO: Journal of Management & Business*, *4*(1), 178–187. https://doi.org/10.37531/sejaman.v4i1.1179

Puryandani, S., & Robiyanto, R. (2019). Gold: Hedge, safe haven or diversifier for Indonesian capital market. *Fokus Ekonomi: Jurnal Ilmiah Ekonomi*, *14*(2), 226–239. https://doi.org/10.34152/fe.14.2.226-239

Puspitasari, I. F., Andriyani, N., & Hidayah, N. (2022). Emas sebagai safe haven dan inflation hedging di tengah ketidakpastian perekonomian global selama pandemi COVID-19. *Jurnal Pendidikan Ekonomi: Jurnal Ilmiah Ilmu Pendidikan, Ilmu Ekonomi dan Ilmu Sosial*, *16*(2), 250–258. https://doi.org/10.19184/jpe.v16i2.33694

Putra, M. P. S., Atahau, A. D. R., & Robiyanto, R. (2018). Cross–asset class portfolio between gold and stocks in Indonesia. *Economic Journal of Emerging Markets*, *10*(1), 69–81. https://doi.org/10.20885/ejem.vol10.iss1.art8

Robiyanto, R. (2018a). DCC-GARCH application in formulating dynamic portfolio between stocks in the Indonesia Stock Exchange with gold. *Indonesian Capital Market Review*, *10*(1). https://doi.org/10.21002/icmr.v10i1.10821

Robiyanto, R. (2018b). Gold vs bond: What is the safe haven for the Indonesian and Malaysian capital market? *Gadjah Mada International Journal of Business*, *20*(3), 277–302. https://doi.org/10.22146/gamaijb.27775

Robiyanto, R. (2018c). Testing of the gold's role as a safe haven and hedge for sharia stocks in Indonesia. *Al-Iqtishad: Jurnal Ilmu Ekonomi Syariah*, *10*(2), 255–266. https://doi.org/10.15408/aiq.v10i2.6527

Salisu, A. A., Raheem, I. D., & Vo, X. V. (2021). Assessing the safe haven property of the gold market during COVID-19 pandemic. *International Review of Financial Analysis*, *74*, 101666. https://doi.org/10.1016/j.irfa.2021.101666

Sugiyanto, K. V., & Robiyanto, R. (2022). Peran emas sebagai safe haven untuk EIDO dan IHSG pada periode sebelum dan selama pandemi COVID-19. *Management and Accounting Expose*, *5*(2), 24–35. https://doi.org/10.36441/mae.v5i2.789

Wijaya, C. A., & Ulpah, M. (2022). The analysis of the roles of Bitcoin, Ethereum, and gold as hedge and safe-haven assets on the Indonesian stock market before and during the COVID-19 pandemic. *The Indonesian Capital Market Review*, *14*(1), 51–62. https://doi.org/10.21002/icmr.v14i1.1140

Wulan, A., Ma'mun, S. Z., & Maksar, M. S. (2024). Analisis aset safe-haven untuk pasar saham di Indonesia: Studi pada emas dan bitcoin. *Jurnal Ilmiah Manajemen, Ekonomi, & Akuntansi (MEA)*, *8*(1), 753–769. https://doi.org/10.31955/mea.v8i1.3737

Yuliana, A. F., & Robiyanto, R. (2021). Peran emas sebagai safe haven bagi saham pertambangan di Indonesia pada periode pandemi COVID-19. *Jurnal Ilmiah Bisnis dan Ekonomi Asia*, *15*(1), 1–11. https://doi.org/10.32815/jibeka.v15i1.217

HALAMAN INI SENGAJA DIKOSONGKAN