Ekonomis: Journal of Economics and Business
Volume 10, Issue 02, September 2026, p1749-1758
Webite: https://ekonomis.unbari.ac.id, E-Mail: ekonomis.unbari@gmail.com
ISSN 2597-8829 (Online), DOI: 10.33087/ekonomis.v10i2.2609

Article history:
Submitted: 19-06-2025
Received: 06-09-2026
Revised: 06-09-2026
Accepted: 19-09-2026

Risiko dan *Return* Emas vs IHSG: Strategi Investasi di Tengah Ketidakpastian Ekonomi

Choirus Saadah, Santi Merlinda*
Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Negeri Malang
*Correspondence: santi.merlinda.fe@um.ac.id
e-mail: choirus.saadah.2204326@students.um.ac.id

ABSTRAK
Penelitian ini bertujuan menguji perbedaan realized return dan risiko investasi emas Antam serta Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) pada April 2022–April 2025, periode yang bertepatan dengan kenaikan ketidakpastian ekonomi. Pendekatan yang digunakan bersifat kuantitatif komparatif dengan data sekunder harga penutupan. Data harian diringkas menjadi rata-rata harga penutupan bulanan sehingga diperoleh 37 observasi per instrumen. Return dihitung dari perubahan harga bulanan, sedangkan risiko diukur sebagai volatilitas bulanan. Setelah uji Shapiro–Wilk dan Levene menunjukkan bahwa asumsi parametrik tidak terpenuhi, perbedaan diuji dengan Mann-Whitney. Hasil penelitian menunjukkan perbedaan yang signifikan pada return ($p = 0{,}0099$) dan risiko ($p = 0{,}0000$). Rata-rata return bulanan emas sebesar 1,80 persen, lebih tinggi daripada IHSG sebesar −0,13 persen, sementara rata-rata risiko IHSG lebih tinggi daripada emas. Temuan ini mendukung karakter defensif emas pada periode amatan, tetapi bersifat spesifik periode dan belum membuktikan status safe haven secara teknis. Implikasinya, emas dan IHSG tidak dapat diperlakukan sebagai substitusi sempurna dalam keputusan alokasi pada fase ketidakpastian pada sampel ini.

Kata kunci: emas; IHSG; return; risiko; ketidakpastian ekonomi; investasi

ABSTRACT
This study examines differences in realized returns and risk between Antam gold and the Jakarta Composite Index (IHSG) from April 2022 to April 2025, a period associated with rising economic uncertainty. A quantitative comparative design is employed using secondary closing-price data. Daily prices are converted into monthly average closing prices, yielding 37 observations for each instrument. Returns are calculated from month-to-month price changes, while risk is measured as monthly volatility. After the Shapiro–Wilk and Levene tests indicate that parametric assumptions are not met, differences are tested using the Mann-Whitney procedure. The results show significant differences in returns ($p = 0.0099$) and risk ($p = 0.0000$). Gold's average monthly return is 1.80 percent, higher than the IHSG's −0.13 percent, whereas the IHSG exhibits higher average risk than gold. The findings support gold's defensive profile in the sample period, but they are period-specific and do not establish gold as a safe haven in the technical sense. The implication is that gold and the IHSG should not be treated as perfect substitutes in allocation decisions during uncertainty of this kind.

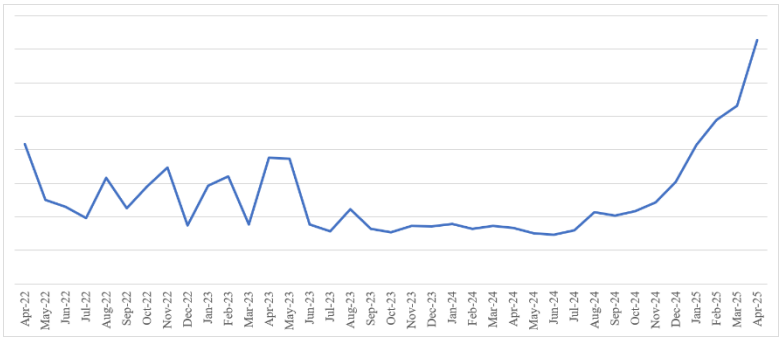
Keywords*: gold; IHSG; return; risk; economic uncertainty; investment*

PENDAHULUAN

Investasi merupakan keputusan alokasi sumber daya saat ini untuk memperoleh manfaat ekonomi di masa depan dengan menanggung risiko tertentu (Tandelilin, 2017; Abdillah et al., 2023). Dalam kerangka manajemen investasi, kualitas keputusan tersebut tidak ditentukan semata-mata oleh seberapa tinggi imbal hasil yang mungkin diperoleh, melainkan oleh keseimbangan antara expected return, risiko, dan keterbatasan dana investor (Halim, 2024). Ketika lingkungan makroekonomi relatif stabil, *trade-off* itu dapat dianalisis melalui data historis. Sebaliknya, pada fase ketidakpastian,

hubungan antaraset dapat berubah sehingga perbandingan antarinstrumen menjadi relevan secara teoretis maupun praktis.

Ketidakpastian ekonomi merujuk pada kondisi ketika pelaku pasar kesulitan memprediksi arah variabel makro seperti pertumbuhan, inflasi, suku bunga, nilai tukar, dan kebijakan pemerintah (Ahir et al., 2018; Hidayat, 2024). World Uncertainty Index (WUI) menunjukkan bahwa ketidakpastian global kembali meningkat pada 2024–2025 seiring ketegangan geopolitik dan dinamika perdagangan internasional (Ahir et al., 2018). Untuk Indonesia, kenaikan indeks tersebut beriringan dengan tekanan pada pasar keuangan domestik. Dalam situasi semacam itu, pertanyaan yang muncul di kalangan investor bukan hanya instrumen mana yang paling menguntungkan, tetapi instrumen mana yang menawarkan profil return–risiko yang lebih tahan terhadap guncangan.



Sumber: World Uncertainty Index (Ahir et al., 2018; data 2025).

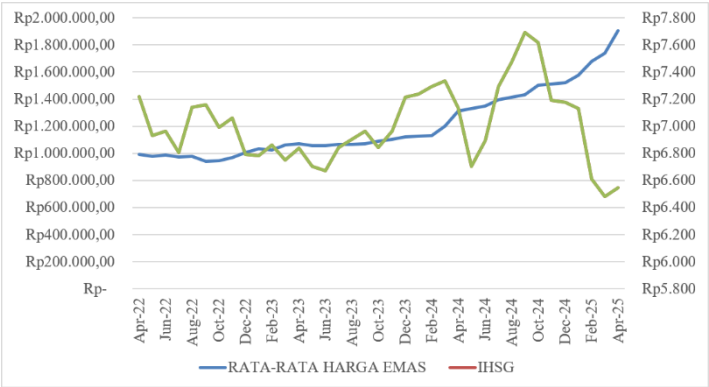
Gambar 1
Pergerakan World Uncertainty Index pada periode amatan

Emas secara tradisional diposisikan sebagai aset defensif. Literatur membedakan peran emas sebagai hedge—aset yang tidak bergerak searah dengan saham pada kondisi rata-rata—dan sebagai safe haven—aset yang menjaga nilai justru ketika pasar ekuitas mengalami tekanan ekstrem (Baur & Lucey, 2010; Baur & McDermott, 2010). Di pasar Indonesia, emas fisik Antam menjadi acuan praktis investor ritel karena likuid, mudah diakses, dan sering dikaitkan dengan perlindungan nilai terhadap inflasi serta pelemahan rupiah (Purnawan & Puspitasari, 2021; Gusnindar & Syafri, 2023). Meskipun demikian, emas tidak bebas risiko. Harganya tetap berfluktuasi mengikuti harga bullion dunia, nilai tukar, premi jual-beli, dan sentimen permintaan domestik.

Di sisi lain, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) merepresentasikan kinerja pasar ekuitas Indonesia dan secara konseptual termasuk aset berisiko (Marcella, 2022; Wulan et al., 2023). IHSG peka terhadap suku bunga, aliran modal asing, kinerja emiten, serta guncangan eksternal. Potensi imbal hasilnya lebih tinggi pada fase ekspansi, tetapi penurunannya dapat tajam pada fase risk-off (Wicaksono & Arfianto, 2022). Minat publik terhadap pasar modal memang meningkat, tercermin dari pertumbuhan single investor identification. Peningkatan partisipasi itu tidak otomatis diikuti pemahaman yang memadai mengenai volatilitas dan perbedaan karakter antaraset (Hasanudin et al., 2021). Banyak keputusan investasi masih bertumpu pada tren harga jangka pendek tanpa membandingkan risiko secara sistematis.

Dinamika harga kedua instrumen pada April 2022–April 2025 memperjelas relevansi perbandingan tersebut. Harga emas menunjukkan tren penguatan yang semakin tegas sejak pertengahan 2023 dan memuncak pada akhir 2024 hingga awal 2025, sejalan dengan naiknya permintaan terhadap aset yang dianggap lebih aman. IHSG, sebaliknya, mencatat fluktuasi yang lebih tajam: sempat menguat hingga pertengahan 2024, kemudian mengalami tekanan pada kuartal pertama 2025. Pola yang tidak selalu searah ini membuat investor kesulitan menentukan apakah emas secara statistik berbeda dari IHSG dalam hal return dan risiko, atau perbedaan itu hanya kesan visual dari pergerakan harga.Bukti empiris sebelumnya belum memberi jawaban yang seragam. Alhusin (2022) serta Ichsani & Pamungkas (2022) menemukan perbedaan risiko yang signifikan antara emas dan saham atau IHSG, tetapi tidak menemukan perbedaan return yang konsisten. Temuan berbeda dilaporkan Kurniawan (2019) dan Pratama et al. (2023), yang menunjukkan bahwa return emas dan pasar saham dapat berbeda secara nyata, terutama pada horizon menengah. Ketidakkonsistenan itu dapat berasal dari perbedaan periode amatan, metrik risiko, frekuensi data, dan rezim pasar yang

sedang berlangsung. Dengan demikian, hasil penelitian komparatif emas versus IHSG bersifat spesifik periode sehingga tidak dapat digeneralisasi tanpa pengujian ulang pada konteks yang baru.



Sumber: PT Aneka Tambang Tbk dan PT Bursa Efek Indonesia.

Gambar 2
Pergerakan harga emas Antam dan IHSG, April 2022–April 2025

Konteks 2022–2025 menawarkan kesempatan pengujian tersebut. Periode ini mencakup sisa tekanan pascapandemi, normalisasi kebijakan moneter, serta lonjakan ketidakpastian pada 2024–2025 yang bertepatan dengan penguatan harga emas domestik. Menguji kembali kedua instrumen pada jendela waktu itu relevan karena literatur lokal masih didominasi perbandingan deskriptif *stand-alone*, yaitu membandingkan rata-rata return dan standar deviasi masing-masing aset, tanpa selalu menempatkan hasilnya secara hati-hati dalam kerangka *hedge* versus safe haven. Penelitian ini tetap menggunakan pendekatan komparatif sebagai langkah awal yang sah, tetapi membatasi inferensinya. Perbedaan return dan risiko tidak serta-merta membuktikan sifat safe haven dalam arti Baur & Lucey (2010), sebab sifat itu mensyaratkan uji hubungan pada saat pasar saham mengalami tekanan ekstrem.

Berdasarkan uraian tersebut, kesenjangan penelitian yang diisi penelitian ini adalah ketiadaan bukti komparatif yang mutakhir mengenai perbedaan return dan risiko emas Antam versus IHSG pada periode yang secara eksplisit dikaitkan dengan kenaikan ketidakpastian ekonomi 2022–2025, disertai pembatasan klaim yang lebih ketat terhadap implikasi strateginya. Penelitian terdahulu sering bergerak dari temuan uji beda langsung ke rekomendasi alokasi yang luas, termasuk diversifikasi dan *dollar-cost averaging*, tanpa membedakan mana yang merupakan hasil empiris dan mana yang merupakan implikasi normatif. Pembedaan itu penting agar kontribusi naskah tidak melebihi kekuatan desainnya.

Secara operasional, penelitian ini bertujuan untuk: (1) menguji apakah terdapat perbedaan yang signifikan antara realized return investasi emas dan IHSG; (2) menguji apakah terdapat perbedaan yang signifikan antara risiko keduanya; dan (3) merumuskan implikasi alokasi yang konsisten dengan temuan, tanpa mengklaim telah menguji strategi portofolio secara langsung. Kontribusi yang diharapkan bersifat empiris dan kontekstual, yaitu menyediakan bukti periode 2022–2025 bagi investor dan perencana keuangan serta memperjelas batas interpretasi studi komparatif dua aset di pasar Indonesia.

Tinjauan Literatur

Keputusan Investasi, Return, dan Risiko

Keputusan investasi pada dasarnya adalah pilihan alokasi dana pada instrumen yang diharapkan memberi manfaat di masa depan dengan tingkat risiko tertentu (Tandelilin, 2017; Abdillah et al., 2023). Dalam manajemen investasi, 3 (tiga) parameter yang paling sering dipakai sebagai dasar pilihan adalah imbal hasil yang diharapkan, risiko, dan ketersediaan dana (Halim, 2024). Investor rasional tidak mengejar return tertinggi semata, tetapi menimbang seberapa besar penyimpangan hasil aktual dari hasil yang diharapkan.

Return historis yang digunakan dalam studi empiris komparatif umumnya berupa realized return, yaitu perubahan harga relatif antarperiode (Bodie et al., 2018). Ukuran ini berbeda dari

expected return, yang merupakan proyeksi ke depan berdasarkan model atau asumsi tertentu. Penelitian ini memakai data harga historis, return dihitung sebagai:

$$R_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

keterangan: R_t = return pada periode (t); P_t = harga instrumen pada periode (t); P_{t-1} = harga instrumen pada periode sebelumnya.

Risiko investasi dipahami sebagai potensi kerugian akibat penyimpangan return aktual dari return yang diharapkan (Harbain, 2024). Proksi yang paling lazim untuk volatilitas adalah standar deviasi return. Semakin besar standar deviasi, semakin lebar sebaran hasil di sekitar nilai rata-ratanya. Rumus yang dipakai adalah:

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^{n}(X_i - \bar{X})^2}{n-1}}$$

keterangan: σ = standar deviasi; X_i = nilai observasi ke-(i); $\bar{X}$ = rata-rata; (n) = jumlah observasi.

Perbandingan return dan risiko secara terpisah bermanfaat sebagai pemetaan awal karakter masing-masing aset. Namun, kerangka Markowitz (1952) mengingatkan bahwa risiko yang relevan bagi investor portofolio bukan hanya volatilitas *stand-alone*, melainkan kontribusi aset terhadap risiko gabungan. Dua aset dapat sama-sama berfluktuasi, tetapi tetap memberi manfaat diversifikasi jika pergerakannya tidak sepenuhnya searah. Penelitian komparatif dua aset—seperti emas versus IHSG—seharusnya dibaca sebagai langkah awal alokasi, bukan sebagai bukti komposisi portofolio yang optimal.

Emas: Karakter Instrumen, Hedge, dan Safe Haven

Emas adalah logam mulia yang berfungsi ganda sebagai komoditas dan aset keuangan (Gusnindar & Syafri, 2023). Dalam praktik investor ritel Indonesia, emas Antam menjadi acuan karena tersedia dalam bentuk fisik maupun skema nonfisik, relatif likuid, dan mudah dipahami. Faktor yang sering dikaitkan dengan kenaikan harga emas meliputi kenaikan inflasi, pelemahan nilai tukar, ketegangan geopolitik, dan peningkatan permintaan sebagai aset perlindungan nilai (Alhusin, 2022; Gusnindar & Syafri, 2023).

Distingsi konseptual yang paling penting dalam literatur keuangan adalah pemisahan hedge dan *safe haven*. Baur & Lucey (2010) mendefinisikan hedge sebagai aset yang tidak berkorelasi atau berkorelasi negatif dengan saham atau obligasi pada kondisi rata-rata, sedangkan *safe haven* adalah aset yang tidak berkorelasi atau berkorelasi negatif dengan saham justru pada saat pasar mengalami tekanan ekstrem. Baur & McDermott (2010) menambahkan bahwa sifat tersebut tidak otomatis berlaku di semua negara; pada sejumlah pasar emerging, emas tidak selalu berfungsi sebagai *safe haven* yang kuat.

Bukti di Indonesia cenderung mendukung peran emas sebagai pelindung nilai dan aset defensif, tetapi dengan kualifikasi periode (Purnawan & Puspitasari, 2021; Wicaksono & Arfianto, 2022). Rahajeng & Sofro (2024) menunjukkan bahwa potensi kerugian ekstrem pada emas, yang diukur melalui *value at risk*, sering lebih rendah daripada instrumen yang lebih volatil. Temuan itu tidak berarti emas bebas risiko. Harga emas tetap dapat turun tajam pada bulan-bulan tertentu, terutama setelah kenaikan yang cepat atau ketika dolar menguat dan selera risiko global pulih. Bagi penelitian ini, implikasi teoretisnya jelas. Jika emas berperilaku sebagai aset defensif pada 2022–2025, distribusi return dan risikonya tidak harus identik dengan IHSG. Akan tetapi, perbedaan *mean* return atau standar deviasi saja belum cukup untuk menyimpulkan status safe haven dalam arti Baur & Lucey (2010), karena status itu mensyaratkan uji hubungan pada ekor kiri distribusi pasar saham.

IHSG sebagai Proksi Pasar Ekuitas Domestik

IHSG pertama kali diperkenalkan Bursa Efek Indonesia pada 1 April 1983 dan hingga kini dipakai sebagai barometer pasar saham nasional (Wulan et al., 2023). Sebagai indeks agregat, IHSG merangkum pergerakan saham tercatat sehingga mencerminkan ekspektasi pasar atas kondisi

ekonomi, kebijakan, dan kinerja emiten (Marcella, 2022). Return IHSG bersumber terutama dari perubahan harga; karena IHSG merupakan indeks harga, dividen tidak tercermin penuh. Keterbatasan itu perlu dicatat ketika IHSG dibandingkan dengan emas yang juga hanya diukur dari perubahan harga.

Risiko investasi pada IHSG mencakup risiko sistematik dan risiko tidak sistematik (Bustami et al., 2021). Risiko sistematik muncul dari guncangan makro dan pasar secara keseluruhan, misalnya perubahan suku bunga, aliran modal asing, dan ketegangan geopolitik. Risiko tidak sistematik berkaitan dengan emiten tertentu dan secara teoretis dapat dikurangi melalui diversifikasi. Pada tingkat indeks, yang dominan teramati adalah risiko pasar agregat.

Wicaksono & Arfianto (2022) menempatkan IHSG lebih dekat pada kategori aset berisiko (*risky hazard*) ketika dibandingkan dengan emas dan dolar AS pada fase krisis, karena IHSG cenderung turun saat tekanan pasar meningkat. Karakter itu menjelaskan mengapa investor sering menggeser dana dari ekuitas ke instrumen yang dianggap lebih aman pada fase risk-off. Namun, pada horizon panjang dan fase ekspansi, ekuitas secara teoretis menawarkan premi risiko yang lebih tinggi (Bodie et al., 2018). Dengan demikian, inferioritas IHSG pada satu jendela waktu tidak dapat dianggap sebagai sifat struktural yang berlaku di semua rezim pasar.

Ketidakpastian Ekonomi dan Perilaku Aset

Ketidakpastian ekonomi meningkat ketika arah pertumbuhan, inflasi, suku bunga, atau kebijakan sulit diprediksi (Hidayat, 2024; Severesia & Juliana, 2022). Ahir et al. (2018) mengembangkan WUI sebagai ukuran berbasis frekuensi kata "*uncertainty*" pada laporan *Economist Intelligence Unit*. Indeks ini membedakan ketidakpastian antarnegara dan antarwaktu sehingga sering dipakai untuk menandai rezim pasar yang tegang.

Secara teoretis, kenaikan ketidakpastian mendorong *flight to safety*: investor mengurangi eksposur pada aset berisiko dan meningkatkan permintaan terhadap aset yang dianggap menahan nilai (Baur & McDermott, 2010; Shaik et al., 2023). Pada konteks Indonesia, mekanisme itu dapat terlihat sebagai penguatan harga emas—termasuk melalui efek kurs rupiah—bersamaan dengan tekanan pada IHSG. Penelitian ini memakai ketidakpastian sebagai konteks rezim, bukan sebagai variabel bebas dalam model. Pembatasan itu penting agar judul dan kerangka berpikir tidak menjanjikan uji kausal yang tidak dilakukan.

Bukti Empiris Perbandingan Emas dan Pasar Saham

Penelitian komparatif di Indonesia menghasilkan temuan yang tidak seragam. Alhusin (2022) serta Ichsani & Pamungkas (2022) menyimpulkan bahwa risiko emas berbeda secara signifikan dari saham atau IHSG, tetapi return keduanya tidak selalu berbeda. Sebaliknya, Kurniawan (2019) menemukan bahwa pada horizon di bawah lima tahun, investasi emas dapat memberi hasil lebih tinggi daripada IHSG. Pratama et al. (2023) dan Harbain (2024) juga melaporkan perbedaan return antarinstrumen, dengan pola volatilitas IHSG yang lebih tajam.

Ketidakkonsistenan itu dapat dijelaskan oleh tiga hal. Pertama, periode amatan berbeda sehingga rezim pasar yang tertangkap juga berbeda. Kedua, metrik risiko tidak selalu seragam; sebagian penelitian memakai satu angka standar deviasi untuk seluruh sampel, sebagian lain memakai deret volatilitas. Ketiga, harga emas domestik dalam rupiah memuat efek kurs, sehingga keunggulan return emas pada periode pelemahan rupiah dapat lebih besar daripada keunggulan emas dalam denominasi dolar. Karena itu, pengujian ulang pada April 2022–April 2025 tetap relevan sebagai bukti kontekstual, bukan sebagai putusan final atas superioritas satu instrumen.

Pengembangan Hipotesis

Jika emas berfungsi sebagai aset defensif pada periode yang diwarnai kenaikan ketidakpastian, distribusi realized return-nya tidak identik dengan IHSG. Pada jendela 2022–2025, yang mencakup penguatan harga emas dan tekanan IHSG di sebagian subperiode, perbedaan return menjadi hipotesis yang layak diuji.

H1: Terdapat perbedaan yang signifikan antara return investasi emas dan IHSG.

Perbedaan karakter risiko juga diharapkan muncul. IHSG, sebagai agregat pasar ekuitas, secara teoretis lebih peka terhadap guncangan sistematik, sedangkan emas cenderung menampilkan

volatilitas yang lebih rendah meski tidak hilang sama sekali (Alhusin, 2022; Ichsani & Pamungkas, 2022; Rahajeng & Sofro, 2024).
H2: Terdapat perbedaan yang signifikan antara risiko investasi emas dan IHSG.

Kedua hipotesis diuji melalui analisis komparatif. Hasilnya dipakai untuk memetakan profil *stand-alone* kedua aset dan merumuskan implikasi alokasi secara hati-hati. Penelitian ini tidak menguji korelasi bersyarat pada saat IHSG jatuh, tidak menghitung rasio Sharpe, dan tidak membentuk portofolio optimal. Karena itu, penerimaan H1 dan H2 tidak ditafsirkan sebagai bukti strategi *rebalancing* atau *dollar-cost averaging*, melainkan sebagai dasar empiris bahwa kedua instrumen tidak dapat diperlakukan sebagai substitusi sempurna pada periode amatan.

METODE

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif komparatif untuk menguji perbedaan realized return dan risiko emas Antam serta IHSG (Sekaran & Bougie, 2016). Analisis bersifat ex post. World Uncertainty Index dipakai sebagai konteks rezim, bukan variabel bebas (Ahir et al., 2018).Data sekunder berupa harga penutupan emas Antam dari PT Aneka Tambang Tbk dan IHSG dari PT Bursa Efek Indonesia. Inferensi tidak dilakukan pada level harga, melainkan pada return dan risiko agar satuan kedua instrumen sebanding (Bodie et al., 2018). Periode amatan April 2022–April 2025 dipilih secara purposive karena mencakup kenaikan ketidakpastian (Baur & Lucey, 2010; Hidayat, 2024). Data harian diringkas menjadi rata-rata harga penutupan bulanan sehingga diperoleh 37 observasi per instrumen. Rata-rata bulanan meredam fluktuasi intra-bulan dan dapat menekan volatilitas dibanding harga akhir bulan.

Return dihitung sebagai:

$$R_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Risiko dioperasionalkan sebagai deret volatilitas bulanan ($N = 37$), bukan satu angka standar deviasi untuk seluruh periode (Jones, 2014):

$$\sigma_t = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^{n_t}(X_{i,t} - \bar{X}_t)^2}{n_t - 1}}$$

Agar perbandingan valid, $X_{i,t}$ adalah return harian dalam persen, bukan harga level. Biaya transaksi, premi emas, dan dividen tidak dimasukkan; IHSG diperlakukan sebagai indeks harga.Analisis meliputi statistik deskriptif, Shapiro–Wilk, dan uji Levene pada $\alpha = 0{,}05$ (Ghozali, 2018). Karena asumsi parametrik tidak terpenuhi, uji beda menggunakan Mann-Whitney. H0 ditolak jika $p < 0{,}05$. H1 diterima apabila return berbeda; H2 diterima apabila risiko berbeda. Pengolahan awal dilakukan di Microsoft Excel dan pengujian inferensial di STATA. Desain ini tidak menghitung korelasi, rasio Sharpe, maximum drawdown, atau portofolio optimal (Markowitz, 1952), serta tidak men-backtest rebalancing maupun dollar-cost averaging. Hasil hanya menafsirkan perbedaan profil stand-alone.

HASIL

Statistik deskriptif dipakai untuk memetakan sebaran realized return dan risiko bulanan emas serta IHSG selama April 2022–April 2025 ($N = 37$ untuk masing-masing instrumen). Berdasarkan Tabel 1 menunjukkan bahwa rata-rata return bulanan emas sebesar 1,8038 persen, sedangkan rata-rata return IHSG sebesar −0,1295 persen. Nilai minimum return IHSG (−7,24 persen) lebih dalam daripada minimum return emas (−3,72 persen). Sebaliknya, nilai maksimum return emas (9,66 persen) lebih tinggi daripada maksimum return IHSG (5,81 persen). Standar deviasi return kedua instrumen relatif berdekatan, yaitu 2,9219 persen pada IHSG dan 2,8032 persen pada emas. Dengan demikian, perbedaan yang menonjol pada tahap deskriptif terletak pada lokasi sebaran return (mean), bukan pada lebar sebaran return.

Pada ukuran risiko bulanan, rata-rata IHSG (38,5487) lebih tinggi daripada rata-rata emas (35,6067). Standar deviasi deret risiko IHSG (26,6431) juga lebih besar daripada emas (22,0637). Meskipun demikian, nilai maksimum risiko keduanya hampir setara (114,568 pada IHSG dan 116,030 pada emas). Artinya, emas lebih rendah risikonya pada rata-rata, tetapi tidak terbebas dari lonjakan volatilitas pada bulan-bulan tertentu.

Tabel 1
Statistik Deskriptif Return dan Risiko Emas serta IHSG

Variabel	Instrumen	(N)	Minimum	Maksimum	Mean	Std. Deviasi
Return (%)	IHSG	37	−7,24	5,81	−0,1295	2,9219
Return (%)	Emas	37	−3,72	9,66	1,8038	2,8032
Risiko	IHSG	37	2,432	114,568	38,5487	26,6431
Risiko	Emas	37	1,156	116,030	35,6067	22,0637

Sumber: data olahan

Sebelum uji beda, distribusi data diperiksa dengan Shapiro–Wilk pada $\alpha = 0{,}05$. Hipotesis nol menyatakan bahwa data berdistribusi normal. Berdasarkan Tabel 2 terlihat hanya return IHSG yang berdistribusi normal ($p = 0{,}66475 > 0{,}05$). Return emas serta kedua seri risiko memiliki nilai probabilitas di bawah 0,05 sehingga H0 ditolak. Karena tidak seluruh variabel memenuhi asumsi normalitas, uji-t independen tidak digunakan untuk menguji H1 dan H2.

Tabel 2
Hasil Uji Normalitas Shapiro–Wilk

Variabel	Instrumen	(N)	(W)	(V)	(z)	Prob > z	Keputusan
Return	IHSG	37	0,97808	0,816	−0,425	0,66475	Normal
Return	Emas	37	0,91556	3,144	2,399	0,00821	Tidak normal
Risiko	IHSG	37	0,90933	3,376	2,548	0,00541	Tidak normal
Risiko	Emas	37	0,84794	5,662	3,631	0,00014	Tidak normal

Sumber: data olahan

Kesamaan varians diuji dengan Levene. Berdasarkan Tabel 3 diperoleh varians return kedua kelompok dapat dianggap homogen ($p = 0{,}6930 > 0{,}05$). Sebaliknya, varians risiko berbeda secara signifikan ($p = 0{,}0000 < 0{,}05$). Kombinasi nonnormalitas pada sebagian variabel dan ketidaksamaan varians pada risiko memperkuat pilihan prosedur nonparametrik.

Tabel 3
Hasil Uji Homogenitas Levene

Variabel	Levene Statistic	df1	df2	Sig.	Keputusan
Return	0,1571	1	72	0,6930	Varians homogen
Risiko	33,3884	1	72	0,0000	Varians tidak homogen

Sumber: data olahan

Perbedaan return dan risiko diuji dengan Mann-Whitney. Berdasarkan Tabel 4 dapat dijelaskan bahwa variabel return, nilai probabilitas sebesar 0,0099 $< 0{,}05$. Hipotesis nol ditolak sehingga H1 diterima. Terdapat perbedaan yang signifikan antara return emas dan return IHSG. Jumlah peringkat emas (1.626) lebih tinggi daripada IHSG (1.149), sejalan dengan rata-rata return emas yang lebih besar pada Tabel 1. Sedangkan variabel risiko, nilai probabilitas sebesar 0,0000 $< 0{,}05$. Hipotesis nol ditolak sehingga H2 diterima. Terdapat perbedaan yang signifikan antara risiko emas dan risiko IHSG. Pola peringkat pada Tabel 4 menunjukkan bahwa distribusi risiko kedua instrumen tidak sama. Bersama hasil deskriptif, temuan ini mengindikasikan bahwa IHSG memiliki risiko rata-rata yang lebih tinggi daripada emas pada periode amatan.

Tabel 4
Hasil Uji Mann-Whitney

Variabel	Kelompok	(N)	Sum of Ranks	Prob > z	Keputusan
Return	IHSG	37	1.149	0,0099	Berbeda signifikan
Return	Emas	37	1.626		
Risiko	IHSG	37	703	0,0000	Berbeda signifikan
Risiko	Emas	37	2.072		

Sumber: data olahan

Tabel 5
Ringkasan Keputusan Hipotesis

Hipotesis	Pernyataan	Uji	Nilai (p)	Keputusan
H1	Terdapat perbedaan yang signifikan antara return investasi emas dan IHSG	Mann-Whitney	0,0099	Diterima
H2	Terdapat perbedaan yang signifikan antara risiko investasi emas dan IHSG	Mann-Whitney	0,0000	Diterima

Sumber: data olahan

Secara keseluruhan, pada April 2022–April 2025 emas dan IHSG tidak memiliki distribusi return yang sama dan tidak memiliki distribusi risiko yang sama. Emas menampilkan rata-rata return yang lebih tinggi, sedangkan IHSG menampilkan rata-rata risiko yang lebih tinggi. Temuan ini masih bersifat *stand-alone* dan belum mengukur manfaat diversifikasi, kinerja risk-adjusted, maupun perilaku kedua aset pada saat ketidakpastian mencapai puncaknya.

Penerimaan H1 menunjukkan bahwa realized return emas berbeda dari IHSG pada April 2022–April 2025. Rata-rata return bulanan emas 1,80 persen, sedangkan IHSG −0,13 persen ($p = 0{,}0099$). Selisih mean sekitar 1,93 poin persentase per bulan berukuran material untuk horizon tiga tahun. Temuan ini sejalan dengan Kurniawan (2019), Pratama et al. (2023), dan Harbain (2024), tetapi tidak mendukung Alhusin (2022) serta Ichsani dan Pamungkas (2022) yang tidak menemukan beda return. Ketidakkonsistenan itu menegaskan bahwa keunggulan return bersifat spesifik periode.

Arah hasil konsisten dengan permintaan terhadap aset defensif saat ketidakpastian meningkat (Baur & Lucey, 2010; Purnawan & Puspitasari, 2021). Return emas Antam dalam rupiah juga memuat efek kurs; pelemahan rupiah dapat memperbesar kinerja emas domestik (Gusnindar & Syafri, 2023). Mean IHSG yang negatif tidak membuktikan inferioritas struktural saham. IHSG lebih peka terhadap suku bunga, aliran modal, dan sentimen global (Marcella, 2022; Wulan et al., 2023), sementara ekuitas tetap kandidat instrumen pertumbuhan pada horizon yang lebih panjang (Tandelilin, 2017; Bodie et al., 2018). Magnitudo return juga perlu dibaca hati-hati karena IHSG adalah indeks harga tanpa dividen, biaya emas tidak dikurangkan, dan rata-rata harga bulanan meredam gejolak harian.

Penerimaan H2 menunjukkan bahwa risiko kedua instrumen berbeda ($p = 0{,}0000$). Rata-rata risiko IHSG lebih tinggi daripada emas, sejalan dengan Alhusin (2022), Ichsani & Pamungkas (2022), serta Pratama et al. (2023). Pola itu sesuai dengan posisi IHSG sebagai aset berisiko dan emas sebagai aset yang relatif lebih defensif (Wicaksono & Arfianto, 2022; Rahajeng & Sofro, 2024). Namun, maksimum risiko keduanya hampir setara sehingga emas tidak dapat disebut bebas risiko. Selain itu, H2 hanya membandingkan volatilitas stand-alone. Tanpa uji korelasi pada saat IHSG jatuh, hasil belum membuktikan status safe haven dalam arti Baur & Lucey (2010) serta Baur & McDermott (2010).

Markowitz (1952) menekankan bahwa alokasi tidak selesai pada perbandingan dua aset secara terpisah. Manfaat diversifikasi bergantung pada korelasi, yang tidak dihitung dalam penelitian ini. Implikasi yang masih sepadan dengan bukti hanyalah bahwa emas dan IHSG tidak dapat diperlakukan sebagai substitusi sempurna pada periode amatan. Rebalancing dan dollar-cost averaging masuk akal secara konseptual (Prawatiningsih, 2021; Putra & Moelyani, 2021), tetapi tidak diuji. WUI dipakai sebagai konteks rezim, bukan penyebab yang diestimasi (Ahir et al., 2018; Severesia & Juliana, 2022).

Bagi investor dengan toleransi risiko rendah, hasil mendukung perhatian lebih besar pada emas sebagai penahan gejolak. Bagi investor berhorizon panjang, IHSG tetap relevan sebagai

instrumen pertumbuhan. Generalisasi dibatasi oleh periode amatan, absennya ukuran risk-adjusted, dan friksi pasar yang tidak dimasukkan.

SIMPULAN

Pada April 2022–April 2025, return dan risiko emas Antam berbeda secara signifikan dari IHSG. Rata-rata return bulanan emas lebih tinggi (1,80 persen) daripada IHSG (−0,13 persen), sedangkan rata-rata risiko IHSG lebih tinggi daripada emas. Temuan ini spesifik periode dan hanya menggambarkan profil stand-alone. Tanpa uji korelasi saat IHSG jatuh, hasil belum membuktikan emas sebagai safe haven.

Emas dan IHSG tidak dapat diperlakukan sebagai substitusi sempurna pada fase ketidakpastian sebagaimana sampel ini. Investor dengan toleransi risiko rendah dapat menimbang porsi emas yang lebih besar; investor berhorizon panjang tetap dapat menempatkan IHSG sebagai instrumen pertumbuhan. Diversifikasi masuk akal secara konseptual, tetapi bobot optimal, rebalancing, dan dollar-cost averaging tidak diuji.

Hasil terbatas pada periode pengamatan, rata-rata harga bulanan, return tanpa dividen dan biaya transaksi, serta volatilitas stand-alone. WUI tidak masuk model. Ukuran risk-adjusted dan portofolio tidak dihitung. Penelitian lanjutan perlu memakai harga akhir bulan, menyamakan satuan risiko dalam persen, serta menambah korelasi, Sharpe/Sortino, dan uji subperiode berbasis WUI. Pembentukan portofolio emas–IHSG lebih prioritas daripada menambah instrumen baru sebelum pengukuran pada studi ini diperbaiki.

DAFTAR PUSTAKA

Abdillah, M. R., Faisol, A., Febryansyah, D., Bastomi, M., 2023. Teori portofolio dan investasi pemanfaatan SIM dalam membentuk portofolio optimal. *Jurnal Equilibrium Nusantara*, 2(1), 80–84. https://doi.org/10.56854/jeqn.v2i1.144

Ahir, H., Bloom, N., Furceri, D., 2018. The World Uncertainty Index. *SSRN Electronic Journal*. https://doi.org/10.2139/ssrn.4039482

Alhusin, S., 2022. Perbandingan tingkat pengembalian (return) dan risiko (risk) investasi saham, emas, dan deposito PT Antam Tbk. *Journal of Management & Business*, 5(2). 220-233. DOI: https://doi.org/10.26877/sta.v5i2.14483

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

Bodie, Z., Kane, A., Marcus, A. J., 2018. Investments, 11th ed. McGraw-Hill Education.

Bustami, A. W., Nilda, E., Dewi, N. S., 2021. Pengaruh ekspektasi return dan risiko investasi terhadap minat investasi mahasiswa di Galeri Investasi Syariah IAIN Kerinci. *Al Fiddhoh: Journal of Banking, Insurance, and Finance*, 2(2), 66–74. https://doi.org/10.32939/fdh.v2i2.957

Ghozali, I., 2018. *Aplikasi analisis multivariate dengan program IBM SPSS 25*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.

Gusnindar, G. W., Syafri., 2023. Faktor pengaruh harga emas dengan metode error correction model (ECM). *Jurnal Ekonomi Trisakti*, 3(2), 2359–2366. https://doi.org/10.25105/jet.v3i2.16556

Halim, A., 2024. Analisis investasi dan aplikasinya: Dalam aset keuangan dan aset riil, Edisi 3. Salemba Empat.

Harbain, H., 2024. Analisis Perbandingan Return Cryptocurrency Ethereum, Emas, dan Saham sebagai Alternatif Portofolio Investasi. *Jurnal Akuntansi dan Pajak*, *25*(1), 1-9. https://jurnal.stie-aas.ac.id/index.php/jap/article/view/16340

Hasanudin, Nurwulandari, A., Safitri, R. K., 2021. Pengaruh pengetahuan investasi, motivasi dan pelatihan pasar modal terhadap keputusan investasi yang dimediasi oleh minat investasi. *Jurnal Ilmiah MEA (Manajemen, Ekonomi, dan Akuntansi),* 5(3), 494–512.

Hidayat, R., 2024. Penerapan matematika finansial dalam mengelola investasi di tengah ketidakpastian ekonomi. *Jurnal Matematika*.

Ichsani, S., Pamungkas, A., 2022. Analisis perbandingan kinerja aset kripto, IHSG dan emas. *JIIP: Jurnal Ilmiah Ilmu Pendidikan*, 5, 2025–2034.

Jones, C. P., 2014. *Investments: Analysis and management*. Wiley.

Kurniawan, I., 2019. Analisis keuntungan investasi emas dan IHSG. *Jurnal Manajemen Bisnis dan Kewirausahaan*, 3(2), 16–23. https://doi.org/10.24912/jmbk.v3i2.4955

Marcella, S. E., 2022. Analisis pengaruh inflasi, depresiasi rupiah dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) terhadap risiko efek fluktuasi net asset value (NAV) reksadana saham.

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

Pratama, D., Slamet, Yuttama, F., 2023. Comparative analysis of return and risk of Ethereum, Bitcoin, stocks, and gold in 2019–2022 as investment alternatives. *Seminar Nasional Penelitian dan Pengabdian kepada Masyarakat*, 289–297.

Prawatiningsih, D., 2021. Efektivitas rebalancing portofolio saham sektoral di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi Kompetif*, 4(1), 17–29. https://doi.org/10.35446/akuntansikompetif.v4i1.606

Purnawan, M. E., Puspitasari, I. F., 2021. Gold, uncertainty, macroeconomy, inflation hedging and safe haven in Indonesia. *Economics Development Analysis Journal*, 10(2), 153–161. https://doi.org/10.15294/edaj.v10i2.44653

Putra, I. R. N., Moelyani, I. A., 2021. Analisis metode dollar cost averaging sebagai strategi investasi paling efektif untuk investor pemula. *Prosiding Seminar Nasional Riset Pasar Modal*. https://conference.um.ac.id/index.php/rpm/article/view/2069/1407

Rahajeng, S., Sofro, A., 2024. Prediksi value at risk pada investasi logam mulia emas menggunakan extreme value theory (EVT). *Jurnal Ilmiah Matematika*, 12(3), 459–464. https://doi.org/10.26740/mathunesa.v12n3.p459-464

Sekaran, U., Bougie, R., 2016. Research methods for business: A skill-building approach, 7th ed. Wiley.

Sevesia, C., Juliana, R., 2022. Pengaruh ketidakpastian kebijakan ekonomi terhadap pengambilan risiko perusahaan di Indonesia. *Jurnal Riset Akuntansi dan Keuangan*, 10(3), 491–502. https://doi.org/10.17509/jrak.v10i3.43857

Shaik, M., Jamil, S. A., Hawaldar, I. T., Sahabuddin, M., Rabbani, M. R., Atif, M., 2023. Impact of geo-political risk on stocks, oil, and gold returns during GFC, COVID-19, and Russian–Ukraine War. *Cogent Economics and Finance*, 11(1), 2190213. https://doi.org/10.1080/23322039.2023.2190213

Tandelilin, E., 2017. *Pasar modal: Manajemen portofolio dan investasi*. Kanisius.

Wicaksono, A. S., Arfianto, E. D., 2022. Safehaven atau risky hazard? Pasar saham Indonesia vs emas, Bitcoin, dan US dollar menggunakan metode vector autoregression (VAR). *Diponegoro Journal of Management*, 11(3), 1–15. https://ejournal3.undip.ac.id/index.php/djom/index

Wulan, R., Nurpadilah, N., Pebrian, R., 2023. Pengaruh inflasi, harga minyak dunia, dan suku bunga (BI Rate) terhadap Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). *Jurnal Pijar Studi Manajemen dan Bisnis*, 1(2), 130–143. https://doi.org/10.65096/pmb.v1i2.191