

ANALISIS PERANAN EMAS DAN OBLIGASI PEMERINTAH SEBAGAI SAFE HAVEN PERIODE 2014—2018

Evamelia *
Yunia Panjaitan †

ABSTRACT

The purpose of this research to identify the role of gold and government bonds role as safe haven in Indonesian capital market during 2014-2018. In this study we analyze the influence of stock on gold and government return on bear market conditions, using quantile regression. The quantile regression method was used to analyze the data. The result if this study indicated that gold and government bonds cannot play a safe haven consistently throughout the study period due to political conditions, government policies and psychological factors (doubt) from investors. For the following research, researchers should examine more deeply about the factors that influence the loss of the role of safe haven in both investment instruments.

Keywords: *safe haven, quantile regression, investment.*

1. PENDAHULUAN

Kegiatan investasi bertujuan mendapatkan *return* positif bagi para investor dari hasil pergerakan harga aset yang digunakan sebagai instrumen investasi (Boddie & Kane, 2014). Pada ilmu investasi dikenal sebuah prinsip yang mengatakan semakin tinggi tingkat risiko suatu investasi maka semakin tinggi *return* yang akan didapatkan. Perkembangan teknologi dan informasi memberi perubahan terhadap cara masyarakat Indonesia dalam mengelola keuangannya. Hal ini dilihat dari keberagaman jenis investasi yang berkembang di Indonesia. Dari hasil survei yang dilakukan oleh Pemerintah Indonesia pada tahun 2018 (www.investopedia.com, 2017), terdapat lima jenis investasi yang paling diminati masyarakat Indonesia.

* Evamelia@gmail.com, Alumni Unika Atma Jaya,

† Co-Author: yunia.panjaitan@atmajaya.ac.id, Universitas Katolik Indonesia Atma Jaya,

Kelima jenis investasi yang lebih banyak diminati oleh masyarakat Indonesia ialah deposito, emas, saham, properti, dan *peer to peer lending*. Berdasarkan Badan Koordinasi Penanaman Modal (www.koinworks.com, 2018), pada kurun waktu Januari--Maret 2018, jumlah investasi di Indonesia sudah mencapai angka Rp 185,3 triliun. Angka ini menunjukkan adanya peningkatan investasi yang terjadi pada pasar Indonesia. Oleh karena itu, para investor harus mengenali betul karakteristik instrumen investasi agar dapat menginvestasikan uangnya dengan lebih bijak dan mendapatkan keuntungan yang maksimal.

Dalam dunia investasi dikenal dua karakteristik yang menandakan suatu investasi yang aman. Karakteristik yang pertama adalah *flight to quality*. *Flight to quality* adalah sebuah kondisi ketika investor memilih untuk menginvestasikan uangnya pada instrumen investasi yang memiliki risiko lebih kecil agar berada dalam zona aman (Vayanos, 2004). Besar kecil risiko yang diperoleh dalam hal ini dilihat dari tingkat volatilitas harga instrumen investasi. Instrumen investasi yang memiliki volatilitas yang tinggi cenderung menghasilkan risiko yang lebih tinggi.

Karakteristik yang lain adalah *flight to liquidity*. *Flight to quality* dan *flight to liquidity* memiliki hubungan erat satu sama lain. Hal ini karena instrumen investasi yang memiliki risiko tinggi cenderung memiliki tingkat likuiditas yang lebih rendah. Istilah *flight to liquidity* menjelaskan bahwa suatu instrumen investasi yang aman harus dapat dicairkan dalam bentuk kas secara mudah dalam keadaan pasar apa pun. Ini merupakan salah satu faktor yang dapat memperkuat risiko kegiatan investasi (Longstaff, 2002). Untuk mendapatkan investasi yang aman dibutuhkan keseimbangan antara *flight to quality* dan *flight to liquidity*. Salah satu cara untuk mendapatkan keseimbangan tersebut adalah melakukan diversifikasi dalam membangun sebuah portfolio. Diversifikasi merupakan cara efektif untuk meningkatkan *return* dalam kegiatan investasi. Dalam dunia investasi dikenal pepatah “*Don't put all of your eggs in one bucket*” (Ross, 2016).

Dalam keadaan pasar yang baik, investasi tersebut akan memberikan *return* yang sangat besar. Namun, pada keadaan pasar yang kurang baik, hal ini akan memberikan kerugian yang sangat besar pula. Oleh karena itu, diversifikasi aset

dalam membangun portofolio sangat baik dilakukan untuk mendapatkan keseimbangan baik dalam kondisi pasar yang baik maupun buruk. Diversifikasi yang baik dilakukan dengan menanamkan modal pada aset–aset yang memiliki korelasi negatif satu sama lain (Boddie, 2014).

Pada beberapa studi sebelumnya (Baur & McDermott, 2009, Hood & Malik, 2013, Coudert & Feingold, 2011), ditemukan sebuah fakta bahwa emas merupakan salah satu aset yang berpotensi menjadi investasi yang aman. Hal ini ditunjukkan dari pergerakan harga emas yang dari tahun ke tahun terus mengalami peningkatan. Sejak zaman dahulu emas telah dikenal sebagai alat tukar yang digunakan oleh dunia internasional. Selain karena nilai emas yang tinggi, emas memiliki lindung nilai dan cenderung tidak terpengaruh oleh inflasi (Hood & Malik, 2013). Pada saat saham dan obligasi tidak memberikan kompensasi yang setimpal dengan risikonya, investor cenderung mengalihkan dananya ke aset ril, seperti properti ataupun logam mulia (Rusbariand, Masodah, Riskayanto, & Herwati, 2012).

Selain emas, obligasi juga dianggap salah satu investasi yang aman untuk dilakukan. Namun, berbeda dengan emas, keunggulan investasi obligasi terlihat pada saat dipasangkan dengan saham. Maslov dan Rochner (2004) menemukan fakta menarik tentang hubungan antara obligasi dan saham. Pada keadaan pasar yang kurang baik, harga obligasi bergerak secara berlawanan dengan pergerakan harga saham. Oleh karena itu, berdasarkan beberapa penelitian sebelumnya para investor disarankan mengalihkan dana mereka pada investasi obligasi pada saat keadaan pasar saham tidak dalam kondisi baik (Flavin *et al.*, 2014, Shahzad *et al.*, 2017, Robiyanto, 2018).

Berdasarkan uraian di atas, emas dan obligasi memiliki potensi sebagai instrumen investasi yang aman digunakan. Hal ini yang menjadi ketertarikan penulis untuk meneliti peranan emas dan obligasi sebagai *safe haven* di Indonesia. Hal ini dipicu oleh keadaan pasar modal di Indonesia yang mengalami kemajuan dari tahun ke tahun, sedangkan investasi di pasar modal mempunyai risiko yang tinggi, artinya investor dituntut berinvestasi secara cerdas untuk mengamankan harta yang diinvestasikannya. Dalam penelitian ini, penulis ingin mengetahui

manakah instrumen investasi yang lebih baik untuk digunakan: emas atau obligasi.

2. TINJAUAN LITERATUR

Perkembangan Investasi

Investasi merupakan suatu kegiatan ekonomi yang terus berkembang dari tahun ke tahun. Kegiatan investasi timbul disebabkan semakin berkembangnya kegiatan produksi secara massal. Awalnya masyarakat menginvestasikan modal yang dimiliki pada *real asset*, seperti bangunan, tanah, dan mesin. Salah satu investasi pada *real asset* yang kala itu primadona ialah emas. Seiring dengan perkembangan ilmu dan teknologi, produksi secara massal dengan pembangunan berbagai pabrik semakin meningkat. Hal ini membuat banyak orang mulai kesulitan untuk menginvestasikan modalnya dalam bentuk *real asset*. Hal ini karena nilai *real asset* kala itu sangat tinggi. Sebagai contoh, kala itu perdagangan emas belum semaju dan semudah sekarang ini.

Ketika itu emas masih menjadi aset yang sangat sulit untuk didapatkan. Sejarah membuktikan bahwa untuk mendapatkan emas dibutuhkan perjalanan yang begitu panjang dan sangat berisiko. Hal ini memicu timbulnya investasi dalam bentuk *financial asset*. Terdapat perbedaan yang mendasar antara *real asset* dan *financial asset*. Nilai *real asset* terletak pada nilai *asset* itu sendiri sehingga *return* yang diperoleh cenderung baru didapatkan dalam waktu yang lama dan tergantung pada nilai aset tersebut pada masa depan. Pada sisi keuntungan, *financial asset* berasal dari pendapatan institusi atau perusahaan. Semakin tinggi performa perusahaan maka akan meningkatkan nilai perusahaan tersebut. Dengan kata lain, keuntungan *financial asset* bergantung pada performa *real asset* yang dimiliki oleh institusi atau perusahaan tersebut. Semakin besar yang didapatkan oleh perusahaan dari hasil produksi atas *real asset* yang dimiliki maka nilai *financial asset* semakin tinggi. Salah satu *financial asset* yang banyak diminati masyarakat adalah saham (Bodie, Kane, & Marcus, 2014).

Saham memiliki tingkat volatilitas yang cenderung lebih tinggi dibandingkan instrumen investasi lainnya. Tingkat volatilitas yang tinggi ini membuat investasi saham memiliki risiko tinggi. Hal ini memicu investor saham menciptakan strategi untuk mengalokasikan risiko dari investasinya pada instrumen investasi yang lebih aman. Salah satu cara mengurangi risiko dalam kegiatan investasi adalah membangun portofolio. Dengan menginvestasi modal yang dimiliki pada beberapa instrumen investasi dengan tingkat risiko yang berbeda, diharapkan dapat mengurangi tingkat risiko secara keseluruhan. Hal ini dikenal sebagai keuntungan dari diversifikasi aset. Diversifikasi aset dapat dilakukan dengan mengombinasikan aset yang berisiko tinggi dengan aset yang tidak memiliki risiko (*fixed income*) atau aset yang memiliki risiko lebih rendah. Namun, seiring dengan perkembangan ilmu pengetahuan, ditemukan fakta bahwa kegiatan diversifikasi dapat menghasilkan *return* yang maksimal apabila aset yang ada dalam portofolio memiliki korelasi berlawanan (negatif).

Hal ini menjadi konsep terciptanya pasar derivatif. Pasar derivatif adalah sebuah pasar yang kontrak atau perjanjiannya tergantung pada nilai instrumen investasi lainnya. Dengan kata lain, nilai instrumen investasi bukan lagi tergantung pada nilai yang terkandung pada instrumen itu sendiri, tetapi juga pada instrumen lain yang sudah disetujui dalam kontrak. Tujuan perdagangan derivatif adalah memberikan lindung nilai terhadap instrumen investasi. Perkembangan investasi yang semakin beragam membuat masyarakat semakin aktif untuk mencari instrumen investasi yang aman. Hal ini membuat *real asset* menjadi marak digunakan oleh masyarakat untuk dijadikan instrumen investasi. Hal ini juga dipicu dengan terjadinya krisis ekonomi global yang membuat beberapa nilai *real asset* melonjak tinggi (Damodarman, 2002).

Hedge dan Safe Haven

Untuk melindungi nilai suatu instrumen investasi, para investor sering kali mencari instrumen-instrumen yang berkorelasi negatif atau bahkan tidak berkorelasi dengan keadaan ekonomi. Secara umum risiko instrumen investasi sangat bergantung pada keadaan ekonomi yang lebih dikenal dengan *systematic risk*. Risiko ini membuat suatu instrumen investasi tidak dapat menghasilkan *return* yang maksimal jika kondisi ekonomi buruk. Salah satu investasi yang memiliki korelasi searah dengan keadaan ekonomi adalah saham. Nilai IHSG biasanya sering digunakan sebagai salah satu tolak ukur untuk mengetahui keadaan ekonomi suatu negara. Namun, dalam perjalanannya timbul beberapa instrumen investasi yang dipercaya tidak memiliki korelasi atau tidak terpengaruh pada keadaan ekonomi. Sebaliknya, instrumen-instrumen tersebut justru mengalami peningkatan pada saat keadaan pasar modal dan ekonomi kurang baik (*bear market*).

Instrumen investasi dengan karakteristik tersebut dikategorikan dua tipe, yakni *hedge* dan *safe haven*. *Hedge* merupakan instrumen investasi yang tidak memiliki korelasi atau memiliki korelasi berlawanan dengan instrumen investasi lainnya secara rata-rata. Suatu instrumen investasi dikategorikan *hedge* yang kuat pada saat instrumen tersebut memiliki korelasi negatif dan dikatakan *hedge* yang lemah pada saat instrumen investasi tersebut tidak memiliki korelasi dengan instrumen investasi lainnya secara rata-rata.

Berbeda dengan *hedge*, suatu instrumen investasi dapat dikategorikan *safe haven* apabila instrumen tersebut memiliki korelasi negatif atau tidak memiliki korelasi dengan instrumen investasi lainnya secara konstan pada periode tertentu. Secara khusus, instrumen investasi dapat dikatakan *safe haven* yang kuat saat instrumen tersebut memiliki korelasi negatif yang konstan pada keadaan pasar yang kurang baik atau *bear market* (Hood & Malik, 2013).

Dalam hal ini instrumen yang sering digunakan sebagai pembanding adalah saham karena saham memiliki korelasi searah dengan keadaan ekonomi. Karakteristik saham dapat memberikan gambaran yang lebih jelas untuk menguji apakah suatu instrumen investasi dapat dikategorikan *hedge* dan *safe haven*.

Emas sebagai Safe Haven

Emas merupakan logam mulia yang paling diminati masyarakat sejak zaman dahulu kala. Sejak berabad-abad lalu emas telah dipercaya sebagai aset yang sangat berharga. Keberadaannya yang sulit dijumpai membuat emas bahkan awalnya dianggap legenda belaka. Hal ini membuat emas sejak zaman dahulu hingga sekarang menjadi medium yang diterima secara internasional. Awalnya emas digunakan oleh masyarakat Eropa sebagai mata uang.

Emas dalam dunia investasi memiliki potensi sebagai *safe haven*. Potensi emas ini didukung oleh beberapa karakteristik yang dimiliki oleh emas. Karakteristik pertama yang dimiliki emas adalah kegunaan emas sebagai alat pembayaran yang telah digunakan selama berabad-abad. Pada abad ke-17 emas telah banyak digunakan tidak hanya sebagai perhiasan, tetapi juga aset. Stigma emas sebagai logam yang memiliki fungsi sebagai lindung nilai telah melekat secara turun-temurun karena histori emas yang memiliki hubungan kuat dengan mata uang. Salah satu karakter dalam standar emas menyertakan hubungan antara nilai suatu *currency* dan emas. Hal ini membuat emas memiliki karakteristik yang cenderung stabil dan bahkan berlawanan dengan nilai tukar terutama terhadap dolar Amerika (Baur & Mc Dermott, 2009).

Karakteristik lain dari emas adalah nilai intrinsik yang terkandung di dalam emas. Emas tidak membawa risiko seperti komoditas lainnya. Hal ini karena *return* emas tidak berorientasi pada pendapatan pada masa mendatang (*future earning*). Hal ini membuat emas cenderung memiliki korelasi berkebalikan dengan keadaan ekonomi. Korelasi negatif antara emas dan keadaan ekonomi sering kali terjadi pada saat kondisi pasar kurang baik (Baur & Mc Dermott, 2009). Karakter ini sekaligus menjadi pembeda antara emas dan komoditas lainnya. Pada *bear market*, harga emas cenderung meningkat dan memberikan keuntungan. Hal ini menjadi alasan banyak bank sentral di berbagai negara berlomba-lomba untuk menyimpan emas. Hal ini bertujuan memberikan kestabilan ekonomi.

Karakteristik terakhir yang membuat emas memiliki potensi *safe haven* adalah perbedaan sifat antara permintaan emas dan ketersediaan emas secara

global. Dalam ilmu ekonomi diketahui bahwa perubahan harga suatu produk dan jasa di pasar berkaitan kuat dengan jumlah permintaan dan penawaran di pasar. Pada saat jumlah penawaran lebih sedikit dibandingkan jumlah permintaan, harga suatu produk atau jasa meningkat. Emas merupakan produk alam yang sulit untuk didapatkan. Selain itu, jumlah emas dari tahun ke tahun semakin berkurang. Hal ini membuat ketersediaan emas semakin berkurang dan membutuhkan waktu yang sangat lama untuk dapat memulihkan keadaan sumber emas.

Permintaan emas dapat dikategorikan dalam tiga jenis, yakni perhiasan, industri, dan investasi. Permintaan emas sebagai perhiasan dan industri sangat tergantung pada siklus bisnis, sedangkan permintaan emas sebagai investasi memiliki hubungan dengan keadaan ekonomi. Pada keadaan ekonomi yang kurang baik, permintaan emas akan meningkat. Hal ini membuat harga emas setiap tahun cenderung mengalami kenaikan dan berlawanan dengan keadaan ekonomi yang buruk (Baur & Mc Dermott, 2009).

Emas juga dipercaya memiliki korelasi yang berlawanan dengan mata uang dolar Amerika. Sesungguhnya, karakter ini tercipta karena gabungan dari ketiga karakter yang sudah dijelaskan di atas. Emas digunakan oleh banyak negara sebagai tolak ukur antara mata uang yang satu dan mata uang lainnya. Hal ini membuat emas secara tidak langsung dapat dianggap sebagai *currency*.

Secara umum, harga emas dinyatakan dalam mata uang dolar dan dibeli oleh negara-negara dengan mata uang nondolar Amerika. Hal ini yang membuat saat dolar Amerika melemah maka harga emas meningkat. Pada saat dolar Amerika mengalami penurunan, nilai emas terhadap mata uang nondolar Amerika tetap konstan. Secara otomatis harga emas dalam dolar Amerika meningkat karena menurunnya nilai dolar terhadap mata uang lainnya. Hal ini dipengaruhi oleh karakteristik emas yang cenderung digunakan untuk menstabilkan nilai mata uang karena kaitannya dengan mata uang di seluruh dunia. Karakter lain yang mempengaruhi hal ini adalah jumlah permintaan emas yang lebih besar dibandingkan jumlah penawaran pada suatu negara (Spall, 2011).

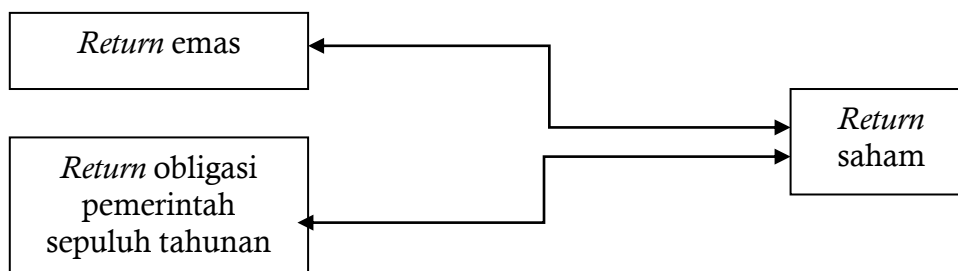
Obligasi Pemerintah sebagai Safe Haven

Selama berabad-abad emas telah dikenal sebagai instrumen investasi yang paling aman. Seiring dengan perubahan ekonomi, terjadi beberapa pergeseran relasi antar instrumen investasi lain, seperti saham dan obligasi. Hal ini membuat peranan emas menjadi *safe haven* pada saat pasar obligasi dan pasar saham mengalami perubahan. Namun, dalam penelitian yang dilakukan oleh Chiang, Lin, dan Huang (2013) ditemukan bahwa emas tidak memiliki korelasi yang negatif dengan saham pada saat *bear market*. Hal ini membuktikan bahwa emas tidak dapat berperan sebagai *safe haven*.

Berdasarkan penelitian Christiansen dan Rinaldo (2007), pengumuman mengenai makroekonomi secara terjadwal memberi pengaruh yang signifikan terhadap perubahan harga obligasi pemerintah. Pengumuman makro ekonomi secara perlahan mengubah korelasi antara obligasi dan saham. Selain itu, Maslow dan Roehner (2004) juga mengatakan bahwa perubahan korelasi antara saham dan obligasi terjadi pada saat keadaan pasar kurang baik. Obligasi merupakan investasi yang berbasis utang. Obligasi merupakan kewajiban yang harus dipenuhi oleh institusi penerbitnya sekalipun saat terjadinya krisis. Dalam keadaan yang kurang baik, pembagian hasil (*dividen*) saham bukan prioritas utama dari institusi atau perusahaan penerbitnya. Karakter-karakter ini menjadi alasan mengapa obligasi dapat berpotensi sebagai *safe haven*.

Berdasarkan uraian di atas, model penelitian dapat digambarkan sebagai berikut:

Gambar 1 Model Penelitian



Sumber: Data olahan

Codert dan Feirgold (2011) membuktikan bahwa emas memiliki peranan sebagai *safe haven* karena emas memiliki korelasi negatif terhadap pasar saham pada saat keadaan ekonomi kurang baik. Hasil penelitian ini menguatkan temuan dari Baur dan McDermott (2010) yang menyatakan bahwa emas berperan sebagai *safe haven* sekaligus *hedge* secara bersamaan. Bukan hanya itu, emas merupakan *safe haven* yang kuat pada saat kondisi ekonomi kurang baik. Dengan demikian, hipotesis pertama penelitian ini dapat dijabarkan sebagai berikut:

H₁: *Return* emas memiliki korelasi negatif terhadap *return* saham pada *bear market*

Chiang, Lin, dan Huang (2013) berpendapat pada saat kondisi pasar saham kurang baik, investor banyak mengalihkan investasinya kepada obligasi. Hal ini disebabkan obligasi merupakan investasi yang berbasis utang, yaitu bagi perusahaan penerbit utang merupakan kewajiban yang harus dibayarkan terlebih dahulu sekalipun pada saat keadaan perusahaan kurang baik. Selain itu, penelitian Maslow dan Roehner (2004) menemukan bahwa *return* obligasi dan *return* saham bergerak secara berlawanan saat kondisi pasar kurang baik. Flavin, *et al.* (2014) juga menyatakan bahwa obligasi dengan jangka waktu yang lama memiliki peranan sebagai *safe haven* yang baik dibandingkan dengan instrumen investasi lainnya. Dengan demikian, hipotesis kedua penelitian ini dijabarkan sebagai berikut:

H₂: *Return* obligasi pemerintah sepuluh tahunan memiliki korelasi negatif dengan *return* saham pada *bear market*.

3. METODE PENELITIAN

Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data *time series*, dan data dari masing-masing variabel merupakan data mingguan yang diambil selama periode 2014--2018. Untuk meneliti peranan emas dan obligasi pemerintah sepuluh tahunan sebagai *safe haven*, berikut ini adalah definisi operasional yang akan digunakan.

Tabel 1
Definisi Operasional Variabel Penelitian

No.	Variabel	Definisi	Cara Pengukuran	Skala Pengukuran
1	Return saham	Return saham merupakan persentase pergerakan IHSI Pada waktu tertentu dibandingkan dengan IHSI pada periode sebelumnya.	$R_s = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$	Rasio
2	Return Emas	Return emas diperoleh melalui perbandingan antara harga emas pada waktu tertentu dengan harga emas pada periode sebelumnya yang dituliskan dalam bentuk persentase.	$R_g = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$	Rasio
3	Return obligasi pemerintah 10 tahunan	Return historis dari obligasi dapat diperoleh dengan membandingkan antara YTM obligasi pada periode tertentu dengan YTM obligasi pada periode sebelumnya.	$R_b = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$	Rasio

Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian adalah analisis deskriptif, uji stasioneritas, uji normalitas, uji heteroskedastisitas, uji autokorelasi, dan analisis model *quantile regression* (QREG) dengan menggunakan program Eviews 9. Dalam penelitian ini, level signifikansi yang digunakan adalah 1% atau 0,01.

Untuk menguji stasioneritas data penelitian, digunakan uji *Augmented Dickey Fuller* (uji ADF). Rumus umum yang digunakan pada uji ADF adalah sebagai berikut:

$$\Delta Y_t = \alpha + \beta t + \gamma Y_{t-1} + \sum_{j=1}^p (\delta_j \Delta Y_{t-j}) + e_t$$

Model regresi yang baik memiliki distribusi yang normal atau mendekati nilai normal. Untuk menguji normalitas suatu data digunakan uji Jarque-Berra (JB) dan

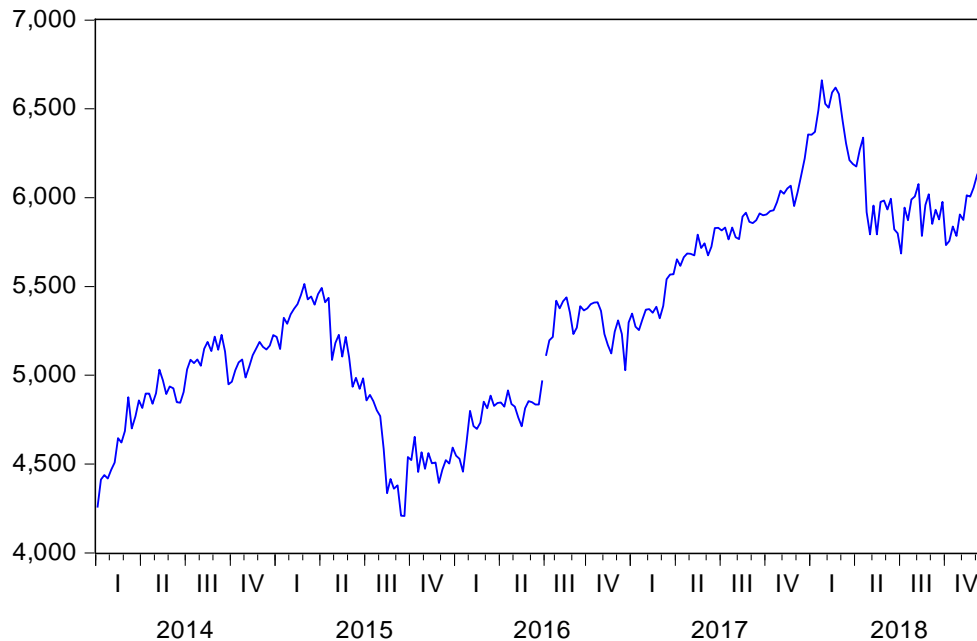
metode grafik. Pengujian heteroskedistisitas dapat dilakukan dengan grafik residual. Dalam penelitian ini pengujian untuk heteroskedistisitas dilakukan dengan menggunakan *Glesier test*. Apabila nilai dari $p\text{-value} > \alpha$, hipotesis nol akan ditolak. Untuk pengujian autokorelasi dapat dilakukan dengan menggunakan *Serial Correlation LM test*. Autokorelasi dinyatakan tidak terjadi apabila nilai *probability observe R-squared* $> \alpha$.

Regresi kuantil adalah regresi klasik yang dikembangkan oleh Koenker dan Bassett. Regresi kuantil merupakan regresi median. Berbeda dengan model regresi klasik, regresi kuantil mengestimasi model secara median dan bukan rata-rata. Hal ini membuat regresi kuantil memiliki notasi yang berbeda dengan model regresi pada umumnya. Regresi kuantil mengestimasi model regresi pada setiap lapisan kuantil data yang tersedia. Sering kali metode ini digunakan untuk mengetahui pengaruh variabel tidak terikat terhadap variabel terikat pada keadaan ekstrem. Melalui metode regresi kuantil, penulis dapat mengetahui lebih detail pengaruh suatu variabel tidak terikat pada keadaan tinggi dan rendah. Dalam penelitian ini secara spesifik penulis mengamati hubungan antarvariabel pada kuantil 0,1-0,5. Kuantil 0,1-0,5 menggambarkan kondisi menengah ke bawah dari suatu variabel. Hal ini sesuai dengan tujuan penelitian ini yang ingin mengamati hubungan antarvariabel pada keadaan pasar yang kurang baik (*bear market*).

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

Dalam penelitian ini indeks harga saham gabungan (IHSG) digunakan sebagai variabel dependen dan data yang diambil merupakan pergerakan *return saham* mingguan pada periode 2014 hingga 2018. Berikut ini adalah detail pergerakan IHSG selama periode 2014--2018.

Gambar 1. Pergerakan IHSG tahun 2014--2018
saham

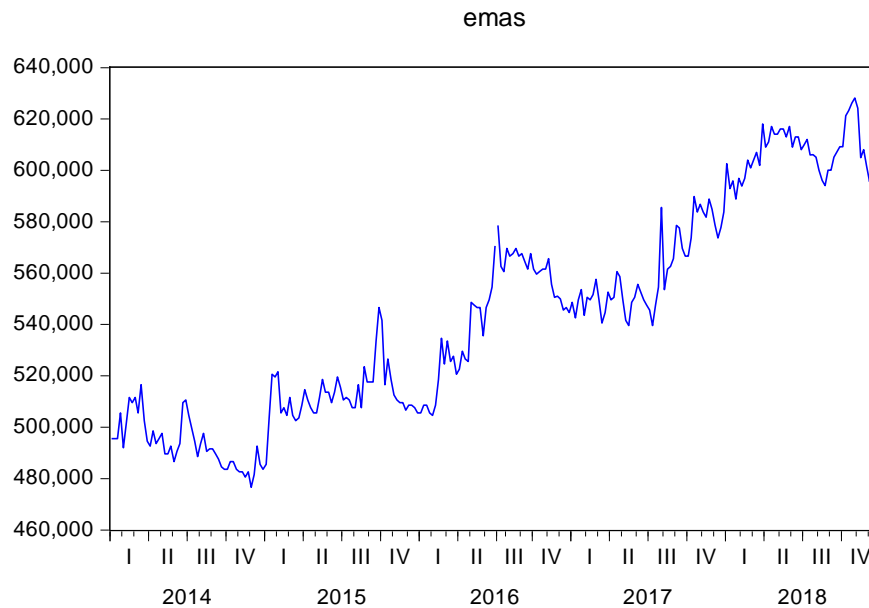


Sumber: Data olahan

Berdasarkan Gambar 2 diketahui bahwa titik terendah IHSG terjadi pada tahun 2015. Namun, pada tahun 2016 nilai IHSG terus mengalami peningkatan hingga angka tertinggi dicapai pada tahun 2017. Meskipun terjadi penurunan nilai IHSG pada tahun 2018, nilai IHSG masih lebih tinggi dibandingkan tahun 2015.

Sebagai variabel independen yang pertama, harga emas yang digunakan dalam penelitian ini merupakan harga emas dari Lembaga ANTAM sebagai salah satu lembaga jual beli emas di Indonesia untuk mengetahui pergerakan harta emas pada lingkup lokal. Data yang digunakan merupakan harga emas mingguan pada periode 2014 hingga 2018. Berikut ini adalah grafik dari pergerakan harga emas selama periode 2014--2018.

Gambar 2. Pergerakan Harga Emas 2014--2018

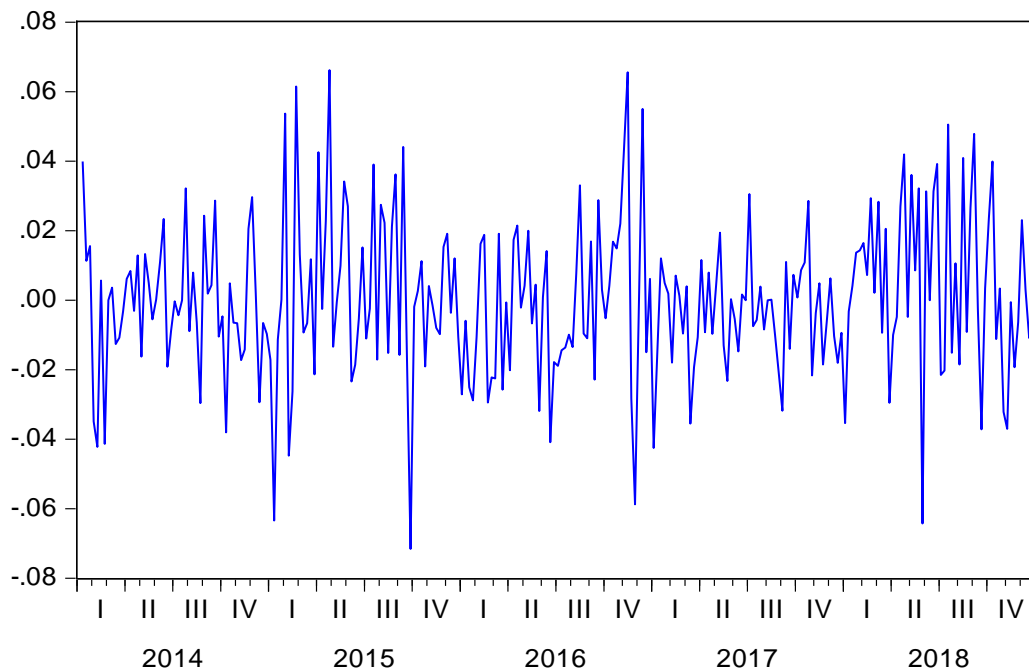


Sumber: Data olahan

Berdasarkan Gambar 3 dapat dilihat nilai emas cenderung mengalami peningkatan setiap tahun sejak tahun 2014. Nilai emas terendah terjadi pada pertengahan tahun 2014.

Sebagai variabel independen yang kedua, penulis menggunakan obligasi pemerintah dengan masa edar sepuluh tahun untuk mengamati pergerakan *return* obligasi pemerintah. Data yang digunakan merupakan *data return* mingguan pada periode 2014 hingga 2018. Berdasarkan Gambar 4, *yield* obligasi pemerintah dari tahun 2014 hingga 2018 cenderung bergerak stabil. Tidak terdapat penurunan ataupun peningkatan yang signifikan setiap tahun.

Gambar 3. Pergerakan Yield Obligasi Pemerintah 10 tahun periode 2014--2018
rbonds



Sumber: Data olahan

Kemudian, data ketiga variabel di atas dilakukan uji stasioneritas dengan metode *Augmented Dickey Fuller Test* (ADF Test) dengan program Eviews versi 9 dan hasilnya semua variabel dinyatakan memiliki sifat stasioner.

Berdasarkan dari hasil uji normalitas, uji autokorelasi, dan uji heteroskedastisitas yang dilakukan pada model regresi antara *return* emas dan *return saham* serta model regresi *return* obligasi pemerintah dan *return saham* disimpulkan bahwa model-model tersebut telah memenuhi asumsi-asumsi dari OLS dan model regresi yang digunakan di sini adalah menggunakan metode *quantile regression*.

Return Emas dan Return Saham

Untuk mengetahui peranan emas sebagai *safe haven*, perlu dilakukan uji regresi kuantil antara *return* emas dan *return* saham. Kuantil yang akan diteliti merupakan kuantil 0,1 - 0,5 untuk menunjukkan keadaan pasar yang kurang baik (*bear market*). Berikut ini hasil uji regresi kuantil antara emas dan IHSG dengan menggunakan program Eviews 9.

Tabel 2
Hasil *Quantile Regression Return* Emas dan *Return Saham* 2014

	Quantile	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.100	-0.011137	0.001935	-5.756754	0.0000
	0.200	-0.010172	0.002335	-4.357005	0.0001
	0.300	-0.006782	0.002324	-2.917626	0.0053
	0.400	-0.004619	0.002280	-2.026202	0.0482
	0.500	0.000445	0.002368	0.188027	0.8516
RSAHAM	0.100	-0.254193	0.124936	-2.034576	0.0473
	0.200	-0.227135	0.143591	-1.581819	0.1201
	0.300	-0.192291	0.143988	-1.335464	0.1879
	0.400	-0.127138	0.138951	-0.914986	0.3647
	0.500	-0.161944	0.149650	-1.082151	0.2845

Sumber: Data olahan

Pada Tabel 2, pada kuantil 0,1 hingga 0,5 *return* emas dan *return* saham memiliki korelasi yang negatif, tetapi korelasi negatif pada kedua instrumen terjadi secara signifikan hanya pada kuantil 0,1 karena nilai probabilitas kurang dari alpha 0,05. Hal ini menandakan bahwa emas berperan sebagai *safe haven* secara signifikan pada saat keadaan pasar sangat kurang baik untuk tahun 2014.

Tabel 3
Hasil *Quantile Regression Return* Emas dan *Return Saham* 2015

	Quantile	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.100	-0.010799	0.002136	-5.055231	0.0000
	0.200	-0.008355	0.002313	-3.612731	0.0007
	0.300	-0.005411	0.002437	-2.220203	0.0311
	0.400	-0.002501	0.002491	-1.004025	0.3203
	0.500	-0.000523	0.002519	-0.207641	0.8364
RSAHAM	0.100	0.053130	0.108491	0.489716	0.6265
	0.200	0.053993	0.120086	0.449618	0.6550
	0.300	0.073593	0.133726	0.550326	0.5846
	0.400	0.132811	0.146109	0.908984	0.3678
	0.500	0.114873	0.143600	0.799949	0.4276

Sumber: Data olahan

Berdasarkan Tabel 3, dengan level signifikansi 0,05 dapat dinyatakan bahwa *return* emas dan *return* saham pada kuantil 0,1 - 0,5 memiliki hubungan positif.

Dengan demikian, emas tidak berperan sebagai *safe haven* pada pasar modal Indonesia pada tahun 2015.

Tabel 4
Hasil *Quantile Regression Return* Emas dan *Return Saham* 2016

	Quantile	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.100	-0.011928	0.002516	-4.740323	0.0000
	0.200	-0.005460	0.001860	-2.935001	0.0051
	0.300	-0.003242	0.001752	-1.850482	0.0704
	0.400	-0.002213	0.001813	-1.220499	0.2282
	0.500	-5.23E-05	0.001960	-0.026680	0.9788
RSAHAM	0.100	-0.272465	0.179669	-1.516479	0.1360
	0.200	-0.012334	0.085014	-0.145086	0.8853
	0.300	-0.086696	0.079607	-1.089062	0.2816
	0.400	-0.103776	0.082485	-1.258117	0.2144
	0.500	-0.048357	0.090626	-0.533586	0.5961

Sumber: Data olahan

Dari Tabel 4, dengan level signifikansi 0,05 dapat dilihat bahwa *return* emas dan *return* saham pada kuantil 0,1 - 0,5 memiliki hubungan negatif, tetapi tidak signifikan. Oleh karena itu, emas sebenarnya dapat berperan sebagai *safe haven* pada pasar modal Indonesia pada tahun 2016

Tabel 5
Hasil *Quantile Regression Return* Emas dan *Return Saham* 2017

	Quantile	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.100	-0.010278	0.002396	-4.290211	0.0001
	0.200	-0.004028	0.001964	-2.051604	0.0456
	0.300	-0.002331	0.002113	-1.102877	0.2755
	0.400	0.001740	0.002075	0.838345	0.4059
	0.500	0.003998	0.002202	1.815525	0.0756
R_SAHAM	0.100	-0.151717	0.102200	-1.484506	0.1441
	0.200	-0.092227	0.088268	-1.044846	0.3012
	0.300	-0.093774	0.101868	-0.920548	0.3618
	0.400	-0.107637	0.123041	-0.874808	0.3859
	0.500	-0.194771	0.153812	-1.266288	0.2114

Sumber: Data olahan

Pada Tabel 5 dapat dilihat bahwa *return* emas dan *return* saham pada kuantil 0,1 - 0,5 memiliki hubungan negatif secara tidak signifikan karena nilai probabilitas lebih dari alpha 0,05. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa emas berperan sebagai *safe haven* pada pasar modal Indonesia pada tahun 2017.

Tabel 6
Hasil *Quantile Regression Return* Emas dan *Return Saham* 2018

	Quantile	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.100	-0.010666	0.002070	-5.151793	0.0000
	0.200	-0.008191	0.002229	-3.675305	0.0006
	0.300	-0.005046	0.001945	-2.595174	0.0124
	0.400	7.73E-05	0.001810	0.042708	0.9661
	0.500	0.001045	0.001878	0.556424	0.5805
RSAHAM	0.100	0.012315	0.005740	2.145488	0.0369
	0.200	0.010131	0.006241	1.623365	0.1109
	0.300	0.007355	0.006554	1.122173	0.2673
	0.400	0.002832	0.006580	0.430452	0.6688
	0.500	0.001978	0.006858	0.288480	0.7742

Sumber: Data olahan

Dari Tabel 6 dengan level signifikansi 0,05 diketahui bahwa *return* emas dan *return* saham pada kuantil 0,1 - 0,5 memiliki hubungan positif. Hubungan positif dan signifikan hanya terjadi pada kuantil 0,1 sehingga dapat disimpulkan bahwa emas tidak berperan sebagai *safe haven* pada pasar modal Indonesia pada tahun 2018.

Berdasarkan uraian di atas disimpulkan bahwa pada tahun 2014, 2016, 2017 *return* emas bergerak berkebalikan dengan *return* saham dan secara signifikan pergerakan negatif tersebut terjadi pada tahun 2014 kuantil 0,1. Hal ini menunjukkan bahwa pada tahun 2014, 2016, dan 2017 emas dapat berperan sebagai *safe haven*, sedangkan pada tahun 2015 dan 2017 *return* emas dan *return* saham bergerak searah (positif).

Return Obligasi Pemerintah Sepuluh Tahunan dan Return Saham

Obligasi pemerintah dapat dinyatakan sebagai *safe haven* apabila pada hasil uji regresi kuantil 0,1 hingga 0,5 memiliki nilai β negatif. Kuantil 0,1 hingga 0,5 menunjukkan keadaan pasar yang butuk atau *bear market*. Berdasarkan hasil pengolahan data yang dilakukan dengan menggunakan Eviews 9, berikut ini hasil uji regresi kuantil antara *return* obligasi pemerintah sepuluh tahunan dan *return* saham pada tahun 2014 hingga 2018:

Tabel 7
Hasil *Quantile Regression* Return Saham dan Return Obligasi Pemerintah 2014

	Quantile	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.100	-0.026250	0.002330	-11.26603	0.0000
	0.200	-0.017189	0.001729	-9.940215	0.0000
	0.300	-0.010523	0.001558	-6.753586	0.0000
	0.400	-0.006313	0.001550	-4.073772	0.0001
	0.500	-0.000595	0.001612	-0.369149	0.7123
RSAHAM	0.100	0.001828	0.000656	2.785282	0.0057
	0.200	0.000822	0.000820	1.002822	0.3169
	0.300	8.24E-05	0.000985	0.083640	0.9334
	0.400	-0.000385	0.001120	-0.343738	0.7313
	0.500	-0.001020	0.001180	-0.864411	0.3882

Sumber: Data olahan

Pada Tabel 7 dengan level signifikansi 0,05 dapat dilihat bahwa pada kuantil 0,1 - 0,3 *return* obligasi pemerintah memiliki korelasi positif dengan *return* saham. Pada kuantil 0,4 dan 0,5 kedua instrumen memiliki korelasi yang negatif dan tidak signifikan. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa obligasi pemerintah tidak berperan sebagai *safe haven* pada pasar modal Indonesia pada tahun 2014.

Tabel 8
Hasil *Quantile Regression Return Saham dan Return Obligasi Pemerintah 2015*

	Quantile	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.100	-0.021394	0.004357	-4.910388	0.0000
	0.200	-0.015780	0.004744	-3.326448	0.0017
	0.300	-0.011077	0.005103	-2.170516	0.0347
	0.400	-0.005300	0.005213	-1.016618	0.3142
	0.500	-0.001481	0.005291	-0.279958	0.7807
RSAHAM	0.100	0.001289	0.001850	0.696843	0.4891
	0.200	0.000666	0.002033	0.327579	0.7446
	0.300	0.000144	0.002440	0.058958	0.9532
	0.400	-0.000497	0.002718	-0.183022	0.8555
	0.500	-0.000921	0.002832	-0.325343	0.7463

Sumber: Data olahan

Berdasarkan Tabel 8 dapat dilihat pada kuantil 0,1-0,3 dengan level signifikansi 0,05 *return* obligasi pemerintah memiliki korelasi positif dengan *return* saham secara tidak signifikan. Pada kuantil 0,4 dan 0,5 kedua instrumen memiliki korelasi yang negatif, tetapi tidak signifikan. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa obligasi pemerintah tidak berperan sebagai *safe haven* pada pasar modal Indonesia pada tahun 2015.

Tabel 9
Hasil *Quantile Regression Return Saham dan Return Obligasi Pemerintah 2016*

	Quantile	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.100	-0.026646	0.004696	-5.673936	0.0000
	0.200	-0.020011	0.004865	-4.113105	0.0001
	0.300	-0.014523	0.005038	-2.882885	0.0058
	0.400	-0.007514	0.004768	-1.576107	0.1213
	0.500	0.001628	0.005014	0.324661	0.7468
RSAHAM	0.100	-0.068383	0.202789	-0.337211	0.7374
	0.200	-0.249568	0.225479	-1.106832	0.2737
	0.300	-0.311634	0.236526	-1.317544	0.1937
	0.400	-0.405272	0.231947	-1.747260	0.0867
	0.500	-0.685803	0.256738	-2.671215	0.0102

Sumber: Data olahan

Dari Tabel 9 dapat dilihat pada kuantil 0,1 - 0,5 dan dengan level signifikansi 0.05 *return* obligasi pemerintah dan *return* saham memiliki korelasi yang negatif secara tidak signifikan. Korelasi negatif pada kedua instrumen terjadi secara signifikan hanya pada kuantil 0,5. Pada kuantil 0,4 kedua instrumen berkorelasi negatif dan baru dapat dikatakan signifikan jika level signifikansi menjadi 0,1. Hal ini menandakan bahwa emas dapat dikatakan berperan sebagai *safe haven* secara signifikan pada saat keadaan pasar kurang baik pada tahun 2016.

Tabel 10
Hasil *Quantile Regression* Return Saham dan Return Obligasi Pemerintah 2017

	Quantile	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.100	-0.021289	0.002966	-7.178053	0.0000
	0.200	-0.016381	0.003064	-5.346331	0.0000
	0.300	-0.010676	0.002935	-3.637264	0.0007
	0.400	-0.008765	0.002960	-2.960788	0.0047
	0.500	-0.003168	0.002862	-1.107144	0.2735
RSAHAM	0.100	-0.039179	0.231336	-0.169360	0.8662
	0.200	-0.100181	0.265591	-0.377201	0.7076
	0.300	-0.116011	0.260566	-0.445228	0.6581
	0.400	-0.030430	0.262303	-0.116011	0.9081
	0.500	0.197962	0.277361	0.713735	0.4787

Sumber: Data olahan

Dapat dilihat pada Tabel 10 bahwa pada kuantil 0,1- 0,5 dan dengan level signifikansi 0,05 *return* obligasi pemerintah dan *return* saham memiliki korelasi yang negatif, tetapi tidak signifikan. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa obligasi pemerintah sebenarnya dapat berperan sebagai *safe haven* pada pasar modal Indonesia pada tahun 2017.

Dapat dilihat dari Tabel 11 bahwa pada kuantil 0,1 - 0,5 *return* obligasi pemerintah dan *return* saham memiliki korelasi negatif. Pada kuantil 0,4 dan 0,5 korelasi negatif antara kedua instrumen terjadi secara signifikan dengan level signifikansi 0,05. Pada kuantil 0,3 kedua instrumen berkorelasi negatif dan baru dikatakan signifikan ketika menggunakan level signifikansi 0,1 sehingga dapat

disimpulkan bahwa obligasi pemerintah masih dapat berperan sebagai *safe haven* pada pasar modal Indonesia pada tahun 2018.

Tabel 11
Hasil *Quantile Regression Return Saham dan Return Obligasi*
Pemerintah 2018

	Quantile	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.100	-0.029919	0.006821	-4.386529	0.0001
	0.200	-0.012729	0.005463	-2.330075	0.0239
	0.300	-0.003198	0.004775	-0.669704	0.5061
	0.400	-0.000355	0.004906	-0.072380	0.9426
	0.500	0.004822	0.004712	1.023376	0.3111
RSAHAM	0.100	-0.108425	0.487453	-0.222431	0.8249
	0.200	-0.166105	0.362381	-0.458370	0.6487
	0.300	-0.375173	0.215843	-1.738178	0.0883
	0.400	-0.437537	0.200379	-2.183554	0.0337
	0.500	-0.476857	0.181714	-2.624215	0.0115

Sumber: Data olahan

Dengan demikian, secara keseluruhan dari tahun 2016 sampai dengan 2018 obligasi pemerintah sepuluh tahunan telah memiliki pergerakan yang berkebalikan (negatif) dengan saham. Namun, yang secara signifikan hanya pada tahun 2016 hingga 2018 obligasi pemerintah sepuluh tahunan dapat berperan sebagai *safe haven*.

Berdasarkan uraian di atas mengenai hubungan antara *return* emas dan *return* saham, penulis berpendapat bahwa pergerakan negatif yang terjadi pada emas dan saham pada keadaan *bear market* menunjukkan karakteristik *flight to quality*, yaitu harga emas cenderung bersifat stabil meskipun dalam kondisi pasar yang kurang buruk sekalipun. Namun, pada tahun 2015 dan 2017, emas tidak berperan sebagai *safe haven* diduga karena adanya faktor ketidakseimbangan antara persediaan dan permintaan emas pada pasar karena emas oleh para

pemiliknya dibeli cenderung untuk disimpan dan bukan diperdagangkan. Selain itu, kondisi politik serta kebijakan pemerintah diduga juga menjadi faktor yang membuat emas kehilangan sifatnya sebagai *safe haven*.

Berdasarkan uraian di atas mengenai hubungan *return* obligasi pemerintah dan *return* saham ditemukan bahwa berperannya obligasi pemerintah sebagai *safe haven* mendukung hasil penelitian Maslow dan Roehner (2004) yang menemukan adanya pergerakan negatif antarobligasi pemerintah terhadap saham. Hal ini karena pada keadaan pasar yang kurang baik, risiko pasar meningkat dan membuat tingkat bunga pasar cenderung mengalami peningkatan. Ketidakperanan obligasi pemerintah sebagai *safe haven* pada tahun 2014 dan 2015 diduga diakibatkan oleh keadaan ekonomi dan politik di Indonesia. Keadaan-keadaan ini diduga memengaruhi jumlah permintaan masyarakat terhadap obligasi pemerintah. Hal ini mendukung penelitian Robiyanto (2018) yang menyatakan bahwa ketidakberperannya obligasi pemerintah sebagai *safe haven* lebih ke arah faktor psikologis (keragu-raguan).

5. SIMPULAN

Penulis menyimpulkan bahwa peranan emas sebagai *safe haven* terjadi secara tidak terus-menerus sepanjang periode penelitian. *Return* emas memiliki hubungan negatif secara tidak signifikan terhadap *return* saham hanya terjadi pada periode 2014, 2016, dan 2017. Hal ini menyatakan bahwa emas dapat berperan sebagai *safe haven* saat keadaan pasar kurang baik (*bear market*) pada periode tertentu. Demikian pula dengan peran obligasi pemerintah sebagai *safe haven* terjadi secara tidak terus-menerus sepanjang periode penelitian. *Return* obligasi pemerintah memiliki hubungan negatif secara tidak signifikan terhadap *return* saham selama periode 2016–2018. Dengan demikian, obligasi pemerintah dapat berperan sebagai *safe haven* saat keadaan pasar kurang baik (*bear market*) pada periode tertentu saja.

Untuk penelitian selanjutnya disarankan agar menggali lebih dalam faktor-faktor yang memengaruhi hilangnya peranan *safe haven* pada kedua instrumen

investasi, emas, dan obligasi pemerintah. Bagi investor, dapat disarankan untuk memasukkan emas dan obligasi pemerintah sebagai portofolio investasi karena masih memiliki potensi sebagai instrumen investasi yang mampu mengurangi risiko, terutama saat kondisi pasar saham kurang baik.

DAFTAR RUJUKAN

- Baur, D. G. & Glover, K. J. (2012). The destruction of a safe haven asset? *Applied Finance Letters*, 1(1), 8-15.
- Baur, D. G. & McDermott, T. K. (2009). *Is gold a safe haven?: International evidence*. Institute for Internasional Integration Studies.
- Baur, D. G. & McDermott T. K. (2010). Is gold a safe haven? International evidence. *Journal of Banking & Finance*, 34, 1886-1898.
- Baur, D. G. & McDermott T. K. (2012). *Safe haven assets and investor behavior under uncertainty*. Australia: University of Technology Sydney Business School.
- Boddie, Z., Kane. A., & Marcus, A. J. (2014). *Investment 10th edition*. New York: McGraw Hill Education.
- Chiang, S., Lin, C., & Huang, C. (2013). The relationships amongs stocks, bonds and gold: Safe haven, hedge or neither? *International Conference on Technology Innovation and Industrial Management*.
- Christiansen, C. & Rinaldo, A. (2007). Realized bond - stock correlation: Macroeconomic announcement effects. *The Journal of Futures Market*, 27 (5), 439-469.
- Coudert, V. & Feirgold, H. R. (2011). Gold and financial assets: Are there any safa havens in bear market? *Economic Buletin*, 31(2), 1613-1622.
- Flavin, T. J., Morkey, C.R., & Panopoulou E. (2014). Identifying safe haven assets for equity investors through an analysis of the stability of stock transmission. *Journal of International Financial, Market, Institution & Money*, 3,137-154.
- Hood, M., & Malik, F. (2013). Is gold the best hedge and safe haven under stock changing volatility? *Review of Financial Economics*, 22, 47–52.
- Longstaff, F.A. (2002). *The Flight-to-Liquidity Premium in U.S. Treasury Bonds Prices*. NBER Working Paper No. 9312. National Bureau of Economics Research. Massachuset Avenue.
- Maslow, S., & B. M. Roehner. (2004). The conundrum of stock versus bond prices. *Physica A* 335 (12). 164-182.

- Robiyanto, R. (2018). Gold vs bonds: What is the safe haven for Indonesian and Malaysian capital market? *Gajah Mada International Journal of Business*, 20(3), 277-302.
- Ross, S. (2016). *Corporate finance*. New York: McGraw Hill Education.
- Shahzad, S. J. H., Raza, M., Shahbaz, M., & Ali A. (2017). Dependence of stock markets and bond under bullish and bearish market assets. *Resources Policy*, 52, 308-319.
- Spall, J. (2011). *How to profit in gold*. New York: McGraw Hill Education.
- Vayanos, D. (2004). *Flight to Quality, Flight to Liquidity, and the Pricing of Risk*. NBER Working Paper No. 9312. National Bureau of Economic Research Massachusetts Avenue.