

## Saham, Emas, dan Bitcoin dalam Ketidakpastian Pasar Keuangan: Antara Teori Klasik dan Temuan Empiris

Enggar Sukma Kinanthi <sup>1\*</sup>, Rosa De Lima Dyah Retno Palupi <sup>2</sup>

<sup>1,2</sup> Manajemen, Universitas Atma Jaya Yogyakarta, Jl. Babarsari 43, 55281, Indonesia

E-mail: [enggar.kinanthi@uajy.ac.id](mailto:enggar.kinanthi@uajy.ac.id)

 <https://doi.org/10.31004/jerkin.v4i3.5260>

### ARTICLE INFO

#### Article history

Received: 23 Dec 2025

Revised: 28 Dec 2025

Accepted: 29 Jan 2026

#### Katakunci:

saham, emas, Bitcoin, perilaku investor, ketidakpastian pasar

#### Keywords

stocks, gold, Bitcoin, investor behavior, market uncertainty



### ABSTRACT

Ketidakpastian pasar keuangan yang ditandai oleh meningkatnya volatilitas, guncangan global, dan perubahan perilaku investor mendorong perlunya evaluasi kembali peran berbagai aset dalam manajemen portofolio. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis dan mensintesis temuan empiris terkait peran saham, emas, dan Bitcoin dalam menghadapi ketidakpastian pasar keuangan. Analisis dilakukan menggunakan metode kajian literatur melalui perbandingan lintas aset untuk mengevaluasi kesesuaian antara prediksi teori keuangan klasik dengan temuan empiris pasar modern. Hasil kajian menunjukkan bahwa saham secara konsisten diklasifikasikan sebagai aset berisiko dengan volatilitas yang dipengaruhi oleh sentimen dan dinamika pasar, sementara emas relatif mempertahankan perannya sebagai aset lindung nilai meskipun efektivitasnya bersifat kondisional. Bitcoin, yang secara teoritis dipandang sebagai aset spekulatif berisiko tinggi, menunjukkan peran yang lebih kompleks dan kontekstual, berfungsi sebagai instrumen diversifikasi atau lindung nilai dalam kondisi pasar tertentu. Temuan ini menegaskan bahwa fungsi aset dalam portofolio modern tidak bersifat statis, melainkan dinamis dan dipengaruhi oleh ketidakpastian pasar serta perubahan perilaku investor.

*Financial market uncertainty, characterized by heightened volatility, global shocks, and shifts in investor behavior, necessitates a re-evaluation of the role of various assets in portfolio management. This study aims to analyze and synthesize empirical findings on the roles of stocks, gold, and Bitcoin in navigating periods of financial market uncertainty. The analysis employs a literature review approach using cross-asset comparison to assess the alignment between classical financial theory predictions and empirical evidence from modern financial markets. The findings indicate that stocks are consistently classified as risky assets, with volatility largely influenced by market sentiment and dynamics, while gold generally retains its role as a hedging asset, albeit with conditional effectiveness. Bitcoin, which is theoretically regarded as a high-risk speculative asset, exhibits a more complex and context-dependent role, functioning as a diversification or hedging instrument under certain market conditions. These findings underscore that asset functions in modern portfolios are not static but dynamic, shaped by market uncertainty and evolving investor behavior.*



This is an open access article under the CC-BY-SA license.

**How to Cite:** Enggar Sukma Kinanthi et al (2026) Saham, Emas, dan Bitcoin dalam Ketidakpastian Pasar Keuangan: Antara Teori Klasik dan Temuan Empiris . <https://doi.org/10.31004/jerkin.v4i3.5260>

### PENDAHULUAN

Meskipun peran saham, emas, dan Bitcoin telah banyak dibahas dalam literatur keuangan, kajian yang menempatkan ketiga aset tersebut dalam satu kerangka pembahasan lintas aset masih relatif terbatas, khususnya dalam konteks perubahan perilaku investor di era ketidakpastian pasar modern yang ditandai oleh volatilitas tinggi, guncangan global, dan perubahan sentimen yang cepat. Literatur keuangan klasik secara umum memposisikan saham sebagai aset berisiko, emas sebagai aset lindung nilai, dan aset spekulatif—seperti Bitcoin—sebagai instrumen berisiko tinggi yang seharusnya dihindari

saat volatilitas meningkat (Fama, 1970; Markowitz, 1952; Sharpe, 1964). Namun, temuan empiris terbaru menunjukkan bahwa respons investor terhadap ketidakpastian tidak selalu mengikuti teori tersebut secara mutlak.

Sejumlah penelitian empiris mulai mengindikasikan adanya pergeseran perilaku investor yang tidak sepenuhnya dapat dijelaskan oleh kerangka teori keuangan klasik. Pasar saham, yang dalam teori keuangan dipandang merefleksikan persepsi rasional terhadap informasi, dalam sejumlah studi empiris menunjukkan dinamika volatilitas yang berkaitan dengan sentimen dan narasi pasar, khususnya pada periode ketidakpastian (Baker & Wurgler, 2006; Barberis et al., 1998; Shiller, 2017). Sementara itu, emas secara historis diposisikan sebagai aset lindung nilai, namun efektivitasnya dalam meredam risiko pasar cenderung bersifat kondisional dan dipengaruhi oleh karakteristik serta intensitas krisis yang dihadapi (Baur & Lucey, 2010; Baur & McDermott, 2010). Kondisi ini membuka ruang bagi kemunculan aset alternatif seperti Bitcoin, yang justru semakin mendapat banyak perhatian investor dan menunjukkan tingkat adopsi yang tinggi pada periode ketidakpastian, sehingga menantang klasifikasi antara aset berisiko dan aset aman pada teori klasik.

Urgensi pembahasan lintas aset ini muncul dari kebutuhan untuk memahami bagaimana keterbatasan aset tradisional dalam menghadapi ketidakpastian mendorong investor mencari alternatif baru. Perkembangan pasar yang kompleks menekankan permasalahan penelitian tidak lagi terletak pada apakah suatu aset sepenuhnya aman atau berisiko, melainkan pada bagaimana peran masing-masing aset berubah secara kondisional dalam konteks dinamika pasar modern. Oleh karena itu, solusi yang dipilih dalam penelitian ini adalah pendekatan komparatif berbasis literatur, yang menempatkan saham, emas, dan Bitcoin dalam satu kerangka analisis terpadu guna menjelaskan transformasi fungsi lindung nilai dan diversifikasi di era keuangan digital.

## METODE

Penelitian ini menggunakan pendekatan kualitatif melalui kajian literatur (*literature review*) yang bersifat naratif dan komparatif. Metode ini dipilih untuk mensintesis temuan teoritis dan empiris terkait peran saham, emas, dan Bitcoin dalam menghadapi ketidakpastian pasar keuangan. Analisis dilakukan dengan teknik content analysis untuk mengidentifikasi konsep utama, asumsi teoritis, serta pola temuan empiris yang berkembang dalam literatur. Selanjutnya, pendekatan komparatif digunakan untuk membandingkan fungsi masing-masing aset, khususnya dalam konteks perbedaan antara prediksi teori keuangan klasik dan bukti empiris pasar modern. Data yang digunakan merupakan data sekunder yang bersumber dari publikasi ilmiah, baik jurnal nasional maupun internasional, laporan lembaga pasar keuangan, serta studi akademik yang relevan. Literatur yang dianalisis mencakup kajian teori portofolio, keuangan perilaku, aset lindung nilai (*safe haven*), dan aset digital, dengan fokus pada penelitian yang merefleksikan dinamika pasar keuangan modern.



Gambar 1. Kerangka analisis

Kerangka analisis penelitian ini berangkat dari klasifikasi aset dalam teori keuangan klasik—yang memposisikan saham sebagai aset berisiko dan emas sebagai aset lindung nilai. Selanjutnya, analisis komparatif dilakukan berdasarkan temuan empiris yang menunjukkan pergeseran perilaku investor serta munculnya Bitcoin sebagai aset alternatif. Kerangka ini digunakan untuk menilai apakah fungsi lindung nilai dan diversifikasi masing-masing aset bersifat stabil atau justru kondisional dalam menghadapi ketidakpastian pasar.

## HASIL DAN PEMBAHASAN

### **Pasar Saham sebagai Aset Berisiko dan Sumber Volatilitas**

Dalam kerangka teori keuangan klasik, saham dikategorikan sebagai aset berisiko yang menawarkan imbal hasil lebih tinggi sebagai kompensasi atas ketidakpastian yang dihadapi investor. Teori portofolio Markowitz (1952) menekankan bahwa risiko saham tercermin dalam varians dan kovarians return, sementara model *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* yang dikembangkan oleh Sharpe (1964) menyatakan bahwa risiko sistematis saham menentukan tingkat pengembalian yang diharapkan. Dalam pandangan ini, volatilitas saham dipandang sebagai refleksi rasional dari risiko fundamental yang melekat pada aktivitas ekonomi dan kinerja perusahaan.

Hipotesis pasar efisien yang diperkenalkan oleh Fama (1970) menyatakan bahwa harga saham secara cepat dan akurat mencerminkan seluruh informasi yang tersedia. Dengan demikian, fluktuasi harga dan volatilitas saham dianggap sebagai respons rasional terhadap informasi baru, bukan akibat perilaku investor yang tidak rasional. Namun, pendekatan ini semakin dipertanyakan oleh literatur empiris karena perilaku yang ditunjukkan investor sebagai respon terhadap dinamika pasar saham seringkali menyimpang dari asumsi rasionalitas.

Literatur perilaku keuangan menunjukkan bahwa sentimen investor memainkan peran penting dalam membentuk volatilitas pasar saham. Pada periode ketidakpastian, sentimen investor justru sangat berpengaruh signifikan terhadap harga saham (Baker dan Wurgler, 2006). Dalam kondisi sentimen negatif, harga saham cenderung mengalami penurunan berlebihan yang diikuti oleh peningkatan volatilitas yang membuat valuasi fundamental menjadi sulit ditentukan. Hal ini juga didukung oleh studi dari Barberis et al. (1998) yang juga menunjukkan bahwa investor sering bereaksi secara berlebihan terhadap informasi, sehingga menciptakan dinamika harga yang tidak sepenuhnya konsisten dengan nilai fundamental.

Selain itu, perilaku investor ritel turut memperkuat volatilitas pasar saham. Barber dan Odean (2008) mendokumentasikan bahwa investor individu cenderung melakukan perdagangan berlebihan (*overtrading*) dan dipengaruhi oleh perhatian serta emosi, yang pada akhirnya meningkatkan fluktuasi harga saham. Fenomena ini menjelaskan mengapa volatilitas saham sering kali meningkat tajam pada periode krisis atau ketidakpastian, meskipun tidak selalu disertai perubahan fundamental yang sebanding. Psikologi kolektif juga sangat berperan dalam menyebarkan narasi secara sosial dan mempengaruhi keputusan investasi secara luas, sehingga memperbesar volatilitas pasar (Shiller, 2017). Dalam konteks ini, volatilitas saham bukan sekadar hasil penyesuaian informasi, melainkan juga manifestasi dari dinamika sentimen dan persepsi risiko investor.

Bukti empiris di pasar berkembang, termasuk Indonesia, memperkuat temuan tersebut. Studi-studi pasar modal Indonesia terbaru (OJK, 2024) menunjukkan bahwa volatilitas IHSG meningkat signifikan selama periode ketidakpastian global, yang dipicu oleh perubahan sentimen investor dan arus modal asing. Selain itu, *Jakarta Islamic Index (JII)* juga menunjukkan volatilitas tertinggi dibandingkan dengan emas dan Bitcoin (Noven & Cupian, 2025). Hal ini menegaskan bahwa pasar saham bersifat sangat sensitif terhadap guncangan eksternal dan persepsi risiko global, sehingga saham cenderung kehilangan fungsinya sebagai penyimpan nilai dalam jangka pendek saat ketidakpastian meningkat. Secara keseluruhan, literatur menyepakati bahwa saham merupakan aset yang secara inheren volatil dan sangat dipengaruhi oleh sentimen investor, terutama pada periode tekanan pasar. Karakteristik ini menempatkan saham sebagai aset berisiko (*risky asset*) yang paling utama dan menjadikannya titik acuan dalam mengevaluasi peran aset lain, seperti emas dan Bitcoin, dalam konteks diversifikasi, lindung nilai, dan perlindungan portofolio saat ketidakpastian meningkat.

### **Emas sebagai Safe Haven Klasik dalam Ketidakpastian Pasar**

Dalam teori keuangan, emas secara tradisional dipandang sebagai aset lindung nilai yang memiliki peran khusus dalam portofolio investor, terutama pada periode ketidakpastian dan tekanan pasar.

Berbeda dengan saham, emas tidak merepresentasikan klaim atas arus kas suatu entitas ekonomi, namun nilainya dipersepsikan relatif stabil dan tidak sepenuhnya bergantung pada kinerja sektor riil. Karakteristik ini menjadikan emas sebagai kandidat utama aset *safe haven* ketika risiko pasar meningkat. Baur dan Lucey (2010) secara konseptual membedakan peran emas sebagai *hedge* dan *safe haven*. Hasil studi menunjukkan bahwa emas dapat berfungsi sebagai *hedge* dalam kondisi pasar normal, yaitu memiliki korelasi rendah atau negatif dengan aset berisiko, serta berperan sebagai *safe haven* ketika pasar saham mengalami tekanan ekstrim. Temuan ini menegaskan bahwa fungsi lindung nilai emas bersifat kondisional dan sangat bergantung pada intensitas guncangan pasar.

Baur dan McDermott (2010) memperluas analisis tersebut dengan menunjukkan bahwa peran emas sebagai *safe haven* tidak bersifat universal di seluruh pasar. Studi mereka menemukan bahwa emas secara konsisten berfungsi sebagai *safe haven* di negara-negara maju selama periode krisis, namun efektivitasnya lebih bervariasi di pasar berkembang. Hasil ini mengindikasikan bahwa meskipun emas memiliki reputasi global sebagai aset pelindung nilai, kekuatan perannya dipengaruhi oleh struktur pasar dan karakteristik investor di masing-masing negara. Dari perspektif makro ekonomi, investor cenderung melakukan *flight to quality*, yaitu mengalihkan portofolio dari aset berisiko menuju aset yang dianggap aman dan likuid dalam kondisi ketidakpastian yang tinggi (Caballero dan Kurlat (2009). Dalam kerangka ini, emas muncul sebagai salah satu instrumen utama yang menyerap permintaan perlindungan nilai ketika kepercayaan terhadap pasar keuangan menurun. Fenomena ini menjelaskan mengapa permintaan emas sering meningkat pada periode krisis keuangan dan ketidakpastian global.

Namun, literatur yang lebih mutakhir menunjukkan bahwa peran emas tidak sepenuhnya stabil dan dapat dipengaruhi oleh dinamika pasar keuangan modern. Hal tersebut didukung oleh temuan Selmi et al. (2018) yang menunjukkan bahwa efektivitas emas sebagai *safe haven* bersifat dinamis dan dapat berubah seiring dengan kondisi volatilitas, likuiditas pasar, dan interaksi dengan aset keuangan lainnya. Sedangkan di Indonesia, meskipun sifat lindung nilai emas berlaku ketika pasar saham menurun, namun hal tersebut tidak terjadi pada kondisi keuangan yang ekstrim seperti pandemi Covid-19 (Wulan et al, 2024). Studi ini menegaskan bahwa emas tidak selalu mendominasi sebagai aset lindung nilai dalam setiap episode ketidakpastian, terutama ketika investor menghadapi tekanan likuiditas yang tinggi.

Secara keseluruhan, literatur menyepakati bahwa emas tetap memainkan peran penting sebagai aset lindung nilai dan *safe haven*, terutama dalam konteks *flight to quality* saat pasar saham mengalami tekanan ekstrim. Namun, peran tersebut bersifat kondisional dan dipengaruhi oleh tingkat keparahan krisis serta karakteristik pasar. Temuan ini memberikan landasan konseptual yang kuat untuk membandingkan emas dengan aset alternatif seperti Bitcoin, yang meskipun sering dikaitkan dengan fungsi lindung nilai, menunjukkan karakteristik risiko dan respons investor yang berbeda.

### **Bitcoin sebagai Aset Alternatif dalam Dinamika Pasar Modern**

Tidak seperti saham yang didukung oleh kinerja perusahaan atau obligasi yang menghasilkan arus kas tetap, Bitcoin tidak memiliki nilai fundamental berbasis arus kas maupun keterkaitan langsung dengan aktivitas ekonomi riil. Dengan ketiadaan arus kas fundamental serta tingkat volatilitas harga yang tinggi, Bitcoin umumnya diklasifikasikan sebagai aset spekulatif dalam perspektif teori keuangan klasik (Baur et al, 2021; Dyhrberg, 2016). Karakteristik tersebut menempatkan Bitcoin sebagai instrumen yang seharusnya dihindari oleh investor rasional, khususnya pada saat ketidakpastian pasar meningkat. Namun demikian, perilaku investor di pasar Bitcoin tidak sepenuhnya didominasi oleh spekulasi jangka pendek. Seiring dengan kemunculannya pada era transformasi keuangan digital, Bitcoin juga dipersepsikan sebagai aset teknologi, sehingga menarik kelompok investor yang mendasarkan keputusan investasinya pada ekspektasi terhadap prospek inovasi dan adopsi teknologi di masa depan (Lee et al, 2020). Oleh karena itu, Bitcoin tidak semata-mata merepresentasikan aset spekulatif, tetapi juga mencerminkan nilai prospektif yang bersumber dari potensi teknologi yang mendasarinya.

Perkembangan empiris di pasar keuangan menunjukkan bahwa perilaku investor terhadap Bitcoin tidak sepenuhnya sejalan dengan prediksi teori klasik. Sejumlah studi empiris menemukan bahwa peran Bitcoin bersifat lebih kompleks dan kondisional. Lopez et al. (2021), misalnya, menganalisis hubungan antara Bitcoin dan indeks S&P 500 dan menemukan bahwa pola volatilitas Bitcoin berubah dari waktu ke waktu. Dalam kondisi tertentu, Bitcoin justru menunjukkan karakteristik yang menyerupai *safe haven* ketika pasar saham mengalami volatilitas tinggi, meskipun hubungan ini tidak bersifat stabil secara permanen. Pendekatan yang lebih granular dilakukan oleh Urquhart dan Zhang (2018) yang

menggunakan data *intraday* untuk meneliti peran Bitcoin sebagai *hedge*, *diversifier*, dan *safe haven* terhadap berbagai mata uang global. Hasil penelitian tersebut sejalan dengan studi yang dilakukan oleh Gunawan & Anggono (2021), yang menunjukkan bahwa Bitcoin tidak memiliki fungsi perlindungan yang universal, melainkan berperan secara selektif dan sangat bergantung pada jenis mata uang serta kondisi pasar yang sedang berlangsung. Temuan ini memperkuat pandangan bahwa peran Bitcoin sebagai aset lindung nilai bersifat situasional, bukan inheren (Hakim et al, 2025).

Lebih lanjut, Gkillas dan Longin (2019) menganalisis volatilitas pada tingkat resiko ekor (*tail risk*) sebagai kondisi ekstrim dan menemukan adanya korelasi ekstrem antara Bitcoin dan pasar saham yang cenderung menurun, sehingga Bitcoin berpotensi meningkatkan kinerja portofolio yang menghadapi risiko ekor (*tail risk*). Temuan ini membuktikan Bitcoin dapat memberikan manfaat diversifikasi terhadap pasar saham selama periode volatilitas ekstrem. Meskipun demikian, studi tersebut juga menegaskan bahwa manfaat ini tidak menggantikan peran emas sebagai instrumen lindung nilai utama, melainkan bersifat komplementer dalam manajemen risiko portofolio. Bukti terbaru juga menunjukkan keterbatasan Bitcoin sebagai instrumen perlindungan dalam kondisi makroekonomi yang lebih kompleks. Krause (2025) menemukan bahwa meskipun Bitcoin cenderung berkinerja relatif baik selama periode inflasi, volatilitasnya yang tinggi serta sifatnya yang pro-siklik secara signifikan membatasi efektivitasnya sebagai *safe haven* selama periode stagflasi. Dalam lingkungan pertumbuhan rendah dan tekanan ekonomi yang berkelanjutan, aset lindung nilai tradisional seperti emas tetap menunjukkan ketahanan yang lebih konsisten dibandingkan Bitcoin.

Dimensi perilaku dan institusional turut memperkaya pemahaman mengenai adopsi Bitcoin. Huynh & Huynh (2025) menemukan bahwa peningkatan ketidakpastian geopolitik secara signifikan mendorong aktivitas perdagangan Bitcoin di berbagai negara. Namun, respons tersebut lebih kuat di negara dengan tingkat literasi keuangan yang rendah dan karakteristik budaya tertentu, sehingga menyoroti peran faktor perilaku dan sosial dalam adopsi Bitcoin. Temuan ini menunjukkan bahwa persepsi Bitcoin sebagai aset lindung nilai sering kali didorong oleh sentimen dan keyakinan investor, bukan semata-mata oleh pertimbangan rasional berbasis fundamental. Secara keseluruhan, literatur menunjukkan adanya ketegangan antara prediksi teori keuangan klasik dan realitas empiris di pasar kripto. Bitcoin tidak dapat diklasifikasikan secara sederhana sebagai aset lindung nilai atau aset spekulatif semata. Perannya lebih tepat dipahami sebagai aset dengan fungsi perlindungan yang bersifat kondisional, sangat dipengaruhi oleh sentimen pasar, struktur likuiditas, dan konteks makroekonomi yang melingkupinya.

**Sintesis Literatur: Saham, Emas, dan Bitcoin dalam Ketidakpastian Pasar**

Bagian ini menyajikan sintesis literatur dengan menyatukan, membandingkan, dan menarik pola untuk melihat bagaimana saham, emas, dan Bitcoin berfungsi dalam menghadapi ketidakpastian pasar keuangan. Pendekatan ini penting untuk memahami apakah peran lindung nilai dan diversifikasi yang melekat pada setiap aset bersifat konsisten atau justru bergantung pada kondisi pasar tertentu. Dengan demikian, pembahasan lintas aset memberikan gambaran yang lebih komprehensif mengenai relevansi teori keuangan klasik dalam konteks dinamika pasar modern.

Tabel 1. Sintesis literatur peran saham, emas dan Bitcoin

Aset	Pandangan Teori Klasik	Temuan Empiris Utama	Peran Saat Ketidakpastian	Referensi
Saham	Aset berisiko; return sebagai kompensasi risiko; volatilitas mencerminkan risiko fundamental	Volatilitas meningkat akibat sentimen, overreaction, dan narasi pasar, terutama saat krisis	Sumber utama risiko; gagal mempertahankan nilai jangka pendek	Markowitz (1952); Sharpe (1964); Fama (1970); Barberis et al. (1998); Baker & Wurgler (2006); Barber & Odean (2008); Shiller (2017); Noven & Cupian (2025); OJK (2024).
Emas	Aset lindung nilai dan <i>safe haven</i> dengan korelasi	Berfungsi sebagai hedge dalam kondisi normal dan <i>safe haven</i> saat	<i>Flight to quality</i> menuju emas, meski efektivitas	Baur & Lucey (2010); Baur & McDermott (2010); Caballero & Kurlat (2009); Selmi

	rendah terhadap aset berisiko	krisis ekstrem; peran bersifat kondisional	bergantung pada tingkat krisis	et al. (2018), Wulan et al, 2024.
Bitcoin	Aset spekulatif berisiko tinggi tanpa arus kas fundamental	Berperan sebagai diversifier atau <i>safe haven</i> secara selektif; adopsi meningkat saat ketidakpastian	Lindung nilai alternatif berbasis persepsi, teknologi, dan sentimen	Urquhart & Zhang (2018); Gkillas & Longin (2019); Lopez et al. (2021); Huynh & Huynh (2025); Krause (2025); Gunawan & Anggono (2021); Hakim et al (2025) .

Berdasarkan ringkasan literatur pada Tabel 1, dapat disimpulkan bahwa respons investor terhadap ketidakpastian pasar menunjukkan pergeseran yang signifikan dari prediksi teori keuangan klasik. Saham secara konsisten diposisikan sebagai aset berisiko utama yang volatilitasnya meningkat tajam saat ketidakpastian, baik akibat faktor fundamental maupun sentimen dan perilaku investor. Kondisi ini menjadikan saham sebagai sumber transmisi risiko dan melemahkan fungsinya sebagai penyimpan nilai dalam jangka pendek.

Emas, di sisi lain, tetap mempertahankan perannya sebagai aset lindung nilai dan *safe haven* klasik, terutama dalam episode krisis ekstrem melalui mekanisme *flight to quality*. Namun, literatur juga menunjukkan bahwa efektivitas emas bersifat kondisional dan dipengaruhi oleh tingkat keparahan krisis serta kondisi likuiditas pasar. Hal ini menandakan bahwa meskipun emas relatif stabil, perannya tidak sepenuhnya universal dalam setiap periode ketidakpastian.

Bitcoin menempati posisi yang berbeda dari kedua aset tersebut. Meskipun secara teoritis diklasifikasikan sebagai aset spekulatif berisiko tinggi, bukti empiris menunjukkan bahwa Bitcoin dapat berfungsi sebagai *diversifier* atau bahkan *safe haven* secara selektif dan kondisional. Peran ini tidak terutama didorong oleh stabilitas fundamental, melainkan oleh persepsi investor terhadap Bitcoin sebagai aset alternatif berbasis teknologi, sentimen pasar, dan ekspektasi terhadap sistem keuangan digital.

Dari perspektif investor, temuan dalam kajian ini mengindikasikan bahwa strategi manajemen portofolio modern tidak lagi dapat sepenuhnya bertumpu pada dikotomi klasik antara aset berisiko dan aset aman yang bersifat statis. Perilaku dan fungsi saham, emas, serta Bitcoin terbukti bersifat dinamis dan kondisional, sehingga keputusan diversifikasi lintas aset perlu mempertimbangkan fase ketidakpastian pasar, dinamika sentimen investor, serta horizon investasi yang digunakan. Dalam konteks tersebut, emas tetap berperan sebagai instrumen lindung nilai yang relatif stabil, sementara saham dan Bitcoin menunjukkan peran yang lebih sensitif terhadap sentimen dan likuiditas, namun berpotensi memberikan manfaat diversifikasi pada kondisi pasar tertentu. Sementara itu, dari sisi kebijakan, meningkatnya adopsi Bitcoin pada periode ketidakpastian pasar menegaskan perlunya kerangka regulasi yang adaptif dan proporsional, yang tidak hanya berfokus pada mitigasi risiko dan perlindungan investor, tetapi juga mampu mengakomodasi karakteristik inovasi keuangan digital. Meski begitu, regulasi yang terlalu restriktif berpotensi menghambat perkembangan pasar aset digital, sementara regulasi yang terlalu longgar dapat meningkatkan risiko sistemik dan spekulatif, sehingga keseimbangan antara stabilitas pasar dan inovasi menjadi isu penting dalam perumusan kebijakan keuangan ke depan.

## SIMPULAN

Berbeda dari literatur sebelumnya yang menilai peran saham, emas, dan Bitcoin secara terpisah, studi ini menegaskan bahwa pergeseran perilaku investor di pasar modern menyebabkan fungsi lindung nilai aset tidak lagi sepenuhnya mengikuti prediksi teori keuangan klasik. Kontribusi utama kajian ini terletak pada sintesis literatur yang menunjukkan bahwa Bitcoin tidak menggantikan peran emas sebagai *safe haven* tradisional, tetapi muncul sebagai instrumen lindung nilai alternatif yang bersifat kondisional dan berbasis persepsi teknologi, terutama ketika pasar saham gagal menjalankan fungsi stabilisasinya. Dengan demikian, penelitian ini memberikan perspektif baru mengenai bagaimana interaksi antara

volatilitas saham, *flight to quality* pada emas, dan adopsi Bitcoin mencerminkan transformasi perilaku investor di era ketidakpastian keuangan modern.

## REFERENSI

- Baker, M., Wurgler, J. (2006). Investor Sentiment and the Cross-Section of Stock Returns. *The Journal of Finance*, 61: 1645-1680. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00885.x>
- Barber, B. M., Odean, T. (2008). All That Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors. *The Review of Financial Studies*, 21(2): 785–818. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhm07>
- Barberis, N., Shleifer, A., Vishny, R. (1998). A model of investor sentiment. *Journal of Financial Economics*, 49(3): 307-343. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00027-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00027-0)
- Baur, D. G., Lucey, B. M. (2010). Is Gold a Hedge or a Safe Haven? An Analysis of Stocks, Bonds and Gold (SSRN Scholarly Paper ID 952289). Social Science Research Network. <https://doi.org/10.2139/ssrn.952289>
- 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>.
- Baur, D. G., Prange, P., Schweikert, K. (2021). Flight to quality – Gold mining shares versus gold bullion. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 71, 101296. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2021.101296>.
- Caballero, R. J., Kurlat, P. (2009). The surprising origin and nature of financial crises: a macroeconomic policy proposal. *Proceedings - Economic Policy Symposium - Jackson Hole, Federal Reserve Bank of Kansas City*, pages 19-68.
- Dyrhberg, A. H. (2016). Bitcoin, gold and the dollar – A GARCH volatility analysis. *Finance Research Letters*, 16: 85-92, ISSN 1544-6123. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2015.10.008>
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2): 383–417. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- Gkillas, K., Longin, F. (2019). Is Bitcoin the New Digital Gold? Evidence From Extreme Price Movements in Financial Markets. Tersedia di SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3245571> atau <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3245571>
- Gunawan, M., Anggono, A. H. (2021). Cryptocurrency Safe Haven Property against Indonesian Stock Market During COVID-19. *Journal of Economics, Business, and Accountancy Ventura*, 24(1), 121-138. <https://doi.org/10.14414/jebav.v24i1.2661>
- Hakim, Y. R., Nugroho, M. R., Haq, M. H., Fisabilillah, L. W. P., Aji, T. S. (2025). Pengaruh Bitcoin dan Emas Terhadap Harga Saham Perbankan yang Terdaftar di BEI. *Independent: Journal of Economics*, 5(1), 103–115. <https://doi.org/10.26740/independent.v5i1.66077>
- Huynh, N., Huynh, N. A. (2025). Uncertain Times, Decentralized Choices: Local Geopolitical Risk and Cryptocurrency Activities. Tersedia di SSRN: <https://ssrn.com/abstract=5386928> atau <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.5386928>
- Krause, D. (2025). Digital Gold or High-Risk Asset? Evaluating Bitcoin's Role in a Stagflationary Economy. Tersedia di SSRN: <https://ssrn.com/abstract=5216383> atau <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.5216383>
- Lee, A. D., Li, M., Zheng, H. (2020). Bitcoin: Speculative asset or innovative technology? *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 67, 101209. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2020.101209>.
- López-Cabarcos, M. Á., Pérez-Pico, A. M., Piñeiro-Chousa, J., & Šević, A. (2021). Bitcoin volatility, stock market and investor sentiment. Are they connected? *Finance Research Letters*, 38, 101399. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2019.101399>.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7: 77-91. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1952.tb01525.x>
- Noven, S. A., Cupian. (2025). Perbandingan Volatilitas Return Saham, Emas dan Cryptocurrency : Peluang dan Tantangan sebagai Aset Halal: Perbandingan Volatilitas Return Saham, Emas dan Cryptocurrency : Peluang dan Tantangan sebagai Aset Halal. *Jurnal Ilmiah Ekonomi Islam*, 11(03). <https://jurnal.stie-aas.ac.id/index.php/jei/article/view/17204>

- Otoritas Jasa Keuangan. (2024). Fact Book 2024. *Otoritas Jasa Keuangan*.  
[https://ojk.go.id/id/Statistik/Pasar-Modal/Laporan-Tahunan/Pages/Fact-Book-Pasar-Modal,-Keuangan-Derivatif,-dan-Bursa-Karbon-\(PMDK\)-2024.aspx](https://ojk.go.id/id/Statistik/Pasar-Modal/Laporan-Tahunan/Pages/Fact-Book-Pasar-Modal,-Keuangan-Derivatif,-dan-Bursa-Karbon-(PMDK)-2024.aspx)
- Selmi, R., Mensi, W., Hammoudeh, S., Bouoiyour, J. (2018). Is Bitcoin a hedge, a safe haven or a diversifier for oil price movements? A comparison with gold. *Energy Economics, Elsevier, 74(C): 787-801*. doi: 10.1016/j.eneco.2018.07.007
- Sharpe, W.F. (1964). Capital Assets Prices: A Theory Of Market Equilibrium Under Conditions Of Risk. *The Journal of Finance, 19: 425-442*. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x>
- Shiller, R. J. (2017). Narrative Economics. *Cowles Foundation Discussion Paper No. 2069*. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2896857> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2896857>
- Urquhart, A., Zhang, H. (2018). Is Bitcoin a Hedge or Safe-Haven for Currencies? An Intraday Analysis. Tersedia di SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3114108> atau <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3114108>