

**ANALISIS KORELASI DINAMIS ANTARA IHSG, INDEKS JII
DAN INDEKS SRI-KEHATI SEBAGAI *HEDGING* DAN *SAFE*
HAVEN PERIODE TAHUN 2020-2025**

(SKRIPSI)

Oleh

RAHMAD AFRENAL ALIM

2111011075



**FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS LAMPUNG
BANDAR LAMPUNG**

2025

ABSTRAK

ANALISIS KORELASI DINAMIS ANTARA IHSG, INDEKS JII DAN INDEKS SRI-KEHATI SEBAGAI *HEDGING* DAN *SAFE HAVEN* PERIODE TAHUN 2020-2025

Oleh

RAHMAD AFRENAL ALIM

Ketidakpastian global sejak tahun 2020, yang dipicu oleh pandemi Covid-19, konflik geopolitik, dan fluktuasi suku bunga global, telah menyebabkan volatilitas signifikan di pasar keuangan. Dalam situasi ini, penting bagi investor untuk mengidentifikasi aset yang dapat berperan sebagai *hedging* maupun *safe haven*. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis peran Indeks JII dan Indeks SRI-KEHATI sebagai aset *hedging* dan *safe haven* terhadap IHSG, serta mengkaji hubungan korelasi dinamis ketiganya selama periode 2020–2025. Metode yang digunakan adalah pendekatan kuantitatif dengan *model Asymmetric Dynamic Conditional Correlation Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity* (A-DCC GARCH) menggunakan data sekunder dari IDX dan Investing. Hasil penelitian menunjukkan bahwa baik Indeks JII maupun Indeks SRI-KEHATI tidak berperan efektif sebagai aset *hedging* maupun *safe haven* terhadap IHSG. Korelasi yang kuat dan positif, bahkan dalam kondisi pasar yang bergejolak, menunjukkan bahwa kedua indeks cenderung bergerak searah dengan IHSG. Dengan demikian, JII dan SRI-KEHATI tidak memberikan perlindungan nilai yang signifikan selama periode tekanan pasar.

Keywords: IHSG, JII, SRI-KEHATI, korelasi dinamis, A-DCC GARCH, *hedging*, *safe haven*

ABSTRACT

DYNAMIC CORRELATION ANALYSIS BETWEEN IHSG, JII, AND SRI KEHATI INDEX AS HEDGING AND SAFE HAVEN ASSETS DURING THE 2020–2025 PERIOD

By

RAHMAD AFRENAL ALIM

Global uncertainty since 2020, driven by the Covid 19 pandemic, geopolitical conflicts, and global interest rate fluctuations, has led to significant volatility in financial markets. In such conditions, it is crucial for investors to identify assets that can serve as effective hedging instruments or safe havens. This study aims to analyze the roles of the Jakarta Islamic Index (JII) and the SRI KEHATI Index as hedging and safe haven assets against the Indonesia Composite Index (IHSG), as well as to examine the dynamic correlation among these indices during the 2020 to 2025 period. A quantitative approach is employed using the Asymmetric Dynamic Conditional Correlation Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity (A DCC GARCH) model, with secondary data obtained from IDX and Investing. The results show that neither JII nor SRI KEHATI effectively function as hedging or safe haven assets against IHSG. The consistently strong and positive correlations, even during periods of market stress, indicate that both indices tend to move in the same direction as IHSG. Therefore, JII and SRI KEHATI fail to provide significant value protection during times of market turbulence.

Keywords: IHSG, JII, SRI-KEHATI, dynamic correlation, A-DCC GARCH, hedging, safe haven

**ANALISIS KORELASI DINAMIS ANTARA IHSG, INDEKS JII
DAN INDEKS SRI-KEHATI SEBAGAI *HEDGING* DAN *SAFE
HAVEN* PERIODE TAHUN 2020-2025**

Oleh:

Rahmad Afrenal Alim

SKRIPSI

**Sebagai Salah Satu Syarat Untuk Mencapai Gelar
SARJANA MANAJEMEN**

Pada

Jurusan Manajemen

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung



**FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS LAMPUNG
BANDAR LAMPUNG
2025**

Judul Skripsi

: ANALISIS KORELASI DINAMIS ANTARA
IHSG, INDEKS JII DAN INDEKS SRI-KEHATI
SEBAGAI *HEDGING* DAN *SAFE HAVEN*
PERIODE TAHUN 2020-2025

Nama Mahasiswa

: Rahmad Afrenal Alim

Nomor Pokok Mahasiswa

: 2111011075

Jurusan

: Manajemen

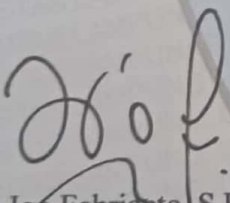
Fakultas

: Ekonomi dan Bisnis

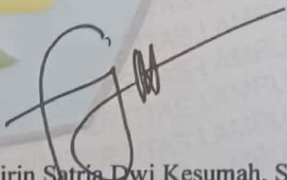


MENYETUJUI

Komisi Pembimbing


Dr. Igo Febrianto, S.E., M.Sc.

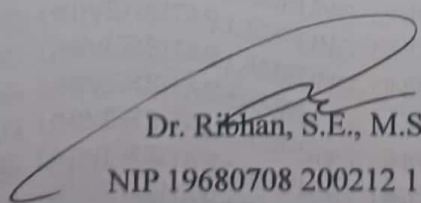
NIP 197902102014041001


Fajrin Sutris Dwi Kesumah, S.E., M.FBE.

NIP 199008102022031005

MENGETAHUI

Ketua Jurusan Manajemen

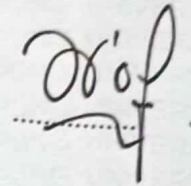

Dr. Rihan, S.E., M.Si.

NIP 19680708 200212 1 003

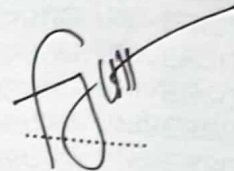
MENGESAHKAN

1. Tim Penguji

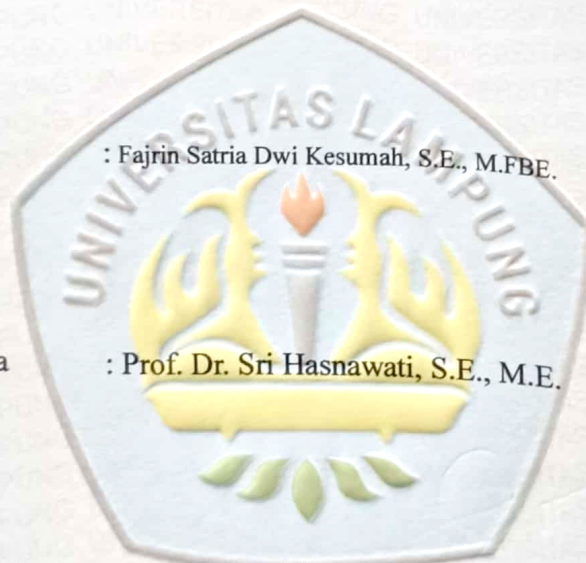
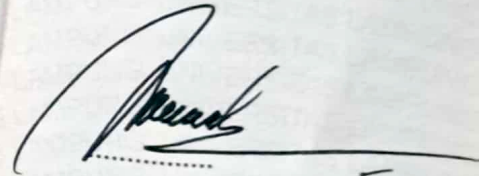
Ketua : Dr. Igo Febrianto, S.E., M.Sc.



Sekretaris : Fajrin Satria Dwi Kesumah, S.E., M.FBE.



Penguji Utama : Prof. Dr. Sri Hasnawati, S.E., M.E.



2. Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis



Prof. Dr. Nairobi, S.E., M.Si.
NIP 19660621 199003 1 003

Tanggal Lulus Ujian Skripsi : 28 Juli 2025

PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME

Saya yang bertanda tangan dibawah ini:

Nama : Rahmad Afrenal Alim

NPM : 2111011075

Program Studi : S1 Manajemen

Fakultas : Ekonomi dan Bisnis

Menyatakan dengan sebenarnya bahwa skripsi saya yang berjudul “Analisis Korelasi Dinamis Antara IHSG, Indeks JII dan Indeks SRI-KEHATI Sebagai *Hedging* dan *Safe haven* Periode Tahun 2020-2025” merupakan hasil karya saya sendiri. Skripsi ini telah saya kerjakan dengan serius dan bukan hasil penjiplakan atau pengutipan atas karya orang lain dengan cara yang tidak sesuai dengan tata etika ilmiah atau yang disebut Plagiarisme. Jika dikemudian hari ternyata ditemukan ketidakbenaran, saya bersedia menanggung akibat dan sanksi yang diberikan kepada saya.

Demikian surat pernyataan ini saya buat agar dapat dimaklumi.

Bandar Lampung, 28 Juli 2025



Rahmad Afrenal Alim.

RIWAYAT HIDUP

Penulis memiliki nama lengkap Rahmad Afrenal Alim, lahir di Padang pada tanggal 03 Maret 2002. Penulis merupakan anak pertama dari dua bersaudara, putra dari pasangan Bapak Mustafaisal dan Ibu Rehana.

Pendidikan formal penulis dimulai di TK Perwanida yang diselesaikan pada tahun 2008. Selanjutnya, penulis menempuh pendidikan dasar di SDN 01 Metro Pusat dan lulus pada tahun 2014. Pendidikan menengah pertama diselesaikan di SMPN 3 Metro pada tahun 2017, kemudian melanjutkan pendidikan menengah atas di SMAN 1 Metro yang diselesaikan pada tahun 2020. Pada tahun 2021, penulis diterima di Universitas Lampung melalui jalur SBMPTN dan menempuh pendidikan di Program Studi S1 Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis.

Selama menempuh pendidikan di perguruan tinggi, penulis aktif dalam berbagai kegiatan akademik dan organisasi kemahasiswaan. Beberapa organisasi yang diikuti antara lain HMJ Manajemen, EEC, dan KSPM Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung. Dalam perjalanannya, penulis pernah menjabat sebagai Sekretaris Bidang II dan sempat dipercaya menjadi Kepala Bidang II di KSPM. Selain berorganisasi, penulis juga memiliki sejumlah pencapaian di bidang akademik dan non-akademik. Pada tahun 2022, penulis meraih *2nd Runner Up* dalam *Trading Competition* yang diselenggarakan oleh *Jakarta Futures Exchange*, serta *1st Runner Up* dalam *Stock Lab Competition* oleh Otoritas Jasa Keuangan. Kemudian pada tahun 2024, penulis kembali meraih *1st Runner Up* dalam ajang *Financial Literacy Quiz Competition* oleh Otoritas Jasa Keuangan, dan *1st Runner Up* dalam *Capital Market "Ranking 1" Quiz* yang diselenggarakan oleh KSPM FISIP UNILA. Penulis juga pernah mengikuti program MBKM di Bank Mandiri pada tahun 2024. Untuk menunjang kompetensi di bidang pasar modal, penulis juga mengikuti sertifikasi Wakil Perantara Pedagang Efek (WPPE) pada tahun 2025.

MOTO

lâ yukallifullâhu nafsan illâ wus ‘ahâ –

Allah tidak membebani seseorang melainkan sesuai dengan kesanggupannya.

(QS Al-Baqarah: 286)

Hidup akan selalu berakhir dengan indah, kawan. Bila belum indah, maka belum berakhir.

(Patrick Star)

The present is theirs; the future, for which I really worked, is mine

(Nikola Tesla)

PERSEMBAHAN

Bismillahirrahmanirrahim

Alhamdulillah, segala puji bagi Allah SWT yang telah melimpahkan rahmat, karunia, dan kasih sayang-Nya, sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi ini dengan baik. Shalawat serta salam semoga senantiasa tercurahkan kepada junjungan kita, Nabi Muhammad SAW, beserta keluarga, sahabat, dan pengikutnya hingga akhir zaman.

Dengan penuh rasa syukur dan kerendahan hati, karya ini kupersembahkan untuk:

Orangtuaku Tercinta

Bapak Mustafaisal dan Ibu Rehana

Tiada kata yang dapat menggambarkan betapa besar cinta, pengorbanan, dan ketulusan kalian dalam setiap doa yang tak pernah henti mengiringi langkahku.

Segala perjuangan, kesabaran, dan dukungan kalian menjadi fondasi terkuat dalam setiap capaian dalam hidupku. Semoga karya ini menjadi awal dari segala hal baik yang dapat kuberikan sebagai bentuk bakti.

Saudaraku

Rifki

Sosok yang senantiasa hadir dalam langkah-langkah perjuangan ini, memberikan semangat, nasihat, dan dukungan yang menguatkan. Terima kasih atas kehadiranmu yang menjadi salah satu sumber kekuatanku dalam menyelesaikan perjalanan ini.

SANWACANA

Alhamdulillah, puji syukur kehadiran Allah SWT atas segala limpahan rahmat, nikmat, serta hidayah-Nya yang tiada terhingga, sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi ini dengan judul “Analisis Korelasi Dinamis Antara IHSG, Indeks JII dan Indeks SRI-KEHATI Sebagai *Hedging* dan *Safe haven* Periode Tahun 2020-2025”

Skripsi ini disusun dalam rangka memenuhi salah satu syarat untuk memperoleh gelar Sarjana Manajemen di Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Lampung. Penyusunan skripsi ini tentu tidak terlepas dari dukungan, bimbingan, serta bantuan dari berbagai pihak. Oleh karena itu, dengan penuh rasa syukur dan kerendahan hati, penulis ingin menyampaikan rasa terima kasih kepada:

1. Prof. Dr. Nairobi, S.E., M.Si., selaku Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung atas segala perhatian dan bantuannya.
2. Dr. Ribhan, S.E., M.Si., selaku Ketua Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung atas perhatian dan bimbingannya.
3. Dr. Zainnur M. Rusdi, S.E., M.Sc., selaku Sekretaris Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung atas perhatian dan bantuannya.
4. Bapak Dr. Igo Febrianto, S.E., M.Sc., selaku Dosen Pembimbing I yang telah memberikan bimbingan, arahan, serta ilmu yang sangat berharga dalam penyusunan skripsi ini.
5. Bapak Fajrin Satria Dwi Kesumah, S.E., M.FBE., selaku Dosen Pembimbing II yang telah meluangkan waktu, memberikan masukan, serta motivasi kepada penulis.

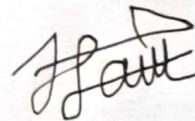
6. Ibu Nindyta Puspitasari Dalimunthe, S.E., M.Sc., selaku Dosen Pembimbing Akademik yang telah membimbing dan mendampingi penulis selama masa studi.
7. Ibu Prof. Dr. Sri Hasnawati, S.E., M.E., selaku Dosen Pembahas I yang telah memberikan kritik dan saran yang membangun demi penyempurnaan skripsi ini.
8. Seluruh Dosen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung yang telah memberikan ilmu dan pengetahuan selama penulis menjalani masa perkuliahan.
9. Seluruh staf Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung atas segala bantuan administratif dan pelayanan yang diberikan selama proses studi.
10. Kedua orang tua tercinta, Bapak Mustafaisal dan Ibu Rehana, yang tiada henti memberikan doa, kasih sayang, serta dukungan moril dan materiil yang tak ternilai harganya. Segala perjuangan, pengorbanan, dan keikhlasan yang telah diberikan menjadi pondasi utama bagi penulis dalam menempuh pendidikan hingga tahap ini.
11. Kakakku, Rifki, atas semangat dan dukungan yang tak pernah putus, yang selalu menguatkan di setiap tahap perjalanan ini. Kehadirannya menjadi sumber motivasi tersendiri, dengan berbagai saran yang membantu penulis berpikir lebih jernih dan fokus dalam menyelesaikan skripsi ini..
12. Sahabatku Raeesah, yang senantiasa hadir dalam berbagai situasi, menjadi teman berbagi cerita, semangat, dan pikiran. Kehadirannya tidak hanya memberi warna dalam keseharian, tetapi juga menjadi pengingat untuk terus melangkah maju meski dalam kondisi sulit.
13. Sahabatku Pandu, yang selalu hadir di saat penulis membutuhkan bantuan, tanpa ragu memberikan pertolongan, semangat, dan dukungan yang tulus. Kehadirannya menjadi pengingat bahwa di setiap kesulitan selalu ada tangan yang siap membantu. Persahabatan ini menjadi bagian berarti dalam perjalanan penyelesaian skripsi ini.
14. Sahabatku Aprijal dan Sonia, atas kebersamaan dan dukungan selama masa studi.

15. Teman-temanku Cornel, Fathur, Faiq, Alifah, Azka, Fajar, Felix, dan Kesuaria atas tawa, bantuan, dan kenangan selama kuliah.
16. Teman-temanku Banyu, Ardi, Bisma, Fadil, Fira, Rafino, Rafi, Jidah, Alkind dan Salsa atas persahabatan dan semangat yang senantiasa diberikan.
17. Serta seluruh pihak yang tidak dapat disebutkan satu per satu, yang telah memberikan bantuan dan dukungannya dalam bentuk apa pun.

Penulis sangat menyadari bahwa skripsi ini masih jauh dari kata sempurna. Oleh karena itu, kritik dan saran yang membangun sangat penulis harapkan guna perbaikan di masa mendatang. Semoga karya ini dapat memberikan manfaat bagi pembaca serta menjadi referensi yang berguna bagi perkembangan ilmu pengetahuan, khususnya dalam bidang Manajemen Keuangan. Akhir kata, penulis memohon doa agar Allah SWT senantiasa memberikan keberkahan, kesehatan, dan kemudahan dalam setiap langkah menuju kebaikan dan kesuksesan.

Bandar Lampung, 28 Juli 2025

Penulis



Rahmad Afrenal Alim.

DAFTAR ISI

	Halaman
DAFTAR TABEL	iv
DAFTAR GAMBAR	v
DAFTAR LAMPIRAN	vi
I. PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Rumusan Masalah	9
1.3 Tujuan Penelitian.....	9
1.4 Manfaat Penelitian.....	10
II. TINJAUAN PUSTAKA	11
2.1 Kajian Teori	11
2.1.1 Teori Portofolio Modern	11
2.1.2 <i>Hedging</i>	12
2.1.3 <i>Safe haven</i>	13
2.2 Penelitian Terdahulu	15
2.3 Kerangka Pemikiran	18
2.4 Pengembangan Hipotesis	19
2.4.1 Indeks JII Sebagai <i>safe haven</i> dan <i>Hedging</i>	19
2.4.2 Indeks SRI-KEHATI Sebagai <i>safe haven</i> dan <i>Hedging</i>	20
III. METODE PENELITIAN	22

3.1	Waktu dan Tempat Penelitian	22
3.2	Desain Penelitian	22
3.3	Populasi dan Sampel	23
3.4	Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel.....	23
3.5	Metode Analisis Data	24
3.5.1	Uji Statistik Deskriptif	25
3.5.2	Uji Prasyarat Model	26
3.5.3	Pemodelan GARCH Univariat.....	29
3.5.4	Pemodelan A-DCC GARCH.....	29
3.5.5	Uji Hipotesis	30
IV.	PEMBAHASAN	33
4.1	Gambar Umum Obyek Penelitian	33
4.2	Transformasi Data dan Perhitungan <i>Return</i>	34
4.3	Statistik Deskriptif.....	35
4.4	Analisis Prasyarat Model.....	36
4.4.1	Uji Stasioneritas	36
4.4.2	Uji Autokorelasi.....	37
4.4.3	Uji Efek ARCH	38
4.5	Pemodelan GARCH	39
4.5.1	Output Model GARCH (1,1) Variabel IHSG	39
4.5.2	Output Model GARCH (1,1) Variabel JII.....	40
4.5.3	Output Model GARCH (1,1) Variabel SRI-KEHATI	41
4.6	Pemodelan A-DCC GARCH	42
4.6.1	A-DCC GARCH (IHSG – JII).....	42
4.6.2	A-DCC GARCH (IHSG-SRI KEHATI).....	44
4.7	Uji Hipotesis.....	45
4.7.1	Hipotesis 1: <i>Hedging</i>	45

4.7.2	Hipotesis 2: <i>Safe haven</i>	47
4.8	Uji Robustness.....	49
4.9	Pembahasan	50
4.9.1	JII sebagai <i>Hedging</i> dan <i>Safe haven</i> terhadap IHSG.....	50
4.9.2	SRI-KEHATI sebagai <i>Hedging</i> dan <i>Safe haven</i> terhadap IHSG.....	52
V.	KESIMPULAN DAN SARAN	55
5.1	Kesimpulan.....	55
5.2	Saran	56
	DAFTAR PUSTAKA.....	56
	LAMPIRAN.....	63

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 1.1 Standar Deviasi Indeks Tahun 2020	8
Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu	16
Tabel 4.1 Statistik Deskriptif <i>Return</i> IHSG, JII, dan SRI-KEHATI	35
Tabel 4.2 Uji Stasioneritas pada <i>Return</i> IHSG, JII, dan SRI-KEHATI.....	37
Tabel 4.3 Hasil Uji Efek ARCH pada <i>Return</i> IHSG, JII, dan SRI-KEHATI	39
Tabel 4.4 Output A-DCC GARCH IHSG-JII.....	42
Tabel 4.5 Output A-DCC GARCH IHSG-SRI KEHATI	44
Tabel 4.6 Identifikasi Tanggal Krisis dan Nilai Volatilitas IHSG	48
Tabel 4.7 Korelasi IHSG dengan JII dan SRI-KEHATI pada Periode Krisis	48

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 2.1 Kerangka Berpikir.	18
Gambar 3.1 Tahapan Analisis Data Penelitian.	25
Gambar 4.1 Log <i>Return</i> Indeks.	34
Gambar 4.2 <i>Correlogram</i> Indeks.	38
Gambar 4.3 <i>Conditional Correlations</i> IHSG-JII.	46
Gambar 4.4 <i>Conditional Correlations</i> IHSG-SRI KEHATI.	46
Gambar 4.5 <i>Conditional Variances</i> IHSG, JII dan SRI-KEHATI.	47
Gambar 4.6 <i>Conditional Correlation</i> Indeks periode 2010-2025.	49

DAFTAR LAMPIRAN

	Halaman
Lampiran 1. Data Indeks	63
Lampiran 2. Output Estimasi GARCH Univariat IHSG.....	63
Lampiran 3. Output Estimasi GARCH Univariat JII	64
Lampiran 4. Output Estimasi GARCH Univariat SRI-KEHATI	64
Lampiran 5. Output Estimasi A-DCC GARCH IHSG-JII	65
Lampiran 6. Output Estimasi A-DCC GARCH IHSG-SRI-KEHATI	65
Lampiran 7. <i>Correlogram</i> IHSG	66
Lampiran 8. <i>Correlogram</i> JII	66
Lampiran 9. <i>Correlogram</i> SRI-KEHATI	67

I. PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Investasi di pasar modal telah menjadi instrumen utama dalam pengelolaan kekayaan, memungkinkan individu dan institusi untuk mengalokasikan dana guna memperoleh imbal hasil yang optimal (Lubis et al., 2024). Melalui mekanisme pasar yang efisien, investor dapat melakukan diversifikasi portofolio dengan berbagai aset seperti saham, obligasi, dan reksa dana. Strategi investasi yang tepat dapat meningkatkan nilai kekayaan seiring waktu, asalkan didukung oleh pemahaman yang mendalam terhadap karakteristik aset dan dinamika pasar (Silah et al., 2023). Oleh karena itu, pasar modal berperan penting dalam alokasi sumber daya ke sektor-sektor produktif yang dapat mendorong pertumbuhan ekonomi.

Di era globalisasi, risiko pasar mengalami peningkatan signifikan akibat ketegangan geopolitik dan ketidakpastian ekonomi global. Penelitian oleh Zhang et al. (2023) menunjukkan bahwa risiko geopolitik memiliki dampak positif yang signifikan terhadap volatilitas pasar saham secara global, dengan dampak yang lebih besar dirasakan oleh negara-negara berkembang dan pengeksport minyak mentah. Selain itu, studi oleh Nasouri (2025) mengungkapkan bahwa risiko geopolitik meningkatkan stres keuangan di pasar negara berkembang, terutama ketika kondisi keuangan sudah mengalami tekanan. Temuan-temuan ini menyoroti pentingnya bagi investor untuk mempertimbangkan faktor-faktor geopolitik dalam strategi investasi mereka, guna mengurangi potensi kerugian dan menjaga stabilitas portofolio.

Menurut Sukistini dan Kristanti (2024), salah satu pendekatan utama dalam mitigasi risiko pasar adalah penerapan strategi *hedging* untuk mengantisipasi kemungkinan kerugian yang timbul akibat fluktuasi pasar. Dalam kerangka *Modern Portfolio Theory* yang diperkenalkan oleh Markowitz (1952), diversifikasi portofolio menjadi dasar pengelolaan risiko. Namun, ketika diversifikasi tidak lagi efektif karena korelasi antar aset meningkat selama krisis, investor membutuhkan instrumen tambahan untuk melindungi nilai investasinya. *Hedging* memungkinkan investor mengambil posisi berlawanan terhadap eksposur yang dimiliki melalui derivatif atau aset yang berkorelasi negatif, guna mengimbangi potensi kerugian dari portofolio utama. Burdekin dan Tao (2021) mencatat bahwa strategi ini terbukti mampu meredam volatilitas dalam kondisi pasar yang ekstrem, selama aset *hedging* dipilih secara tepat dan proporsional. Oleh karena itu, identifikasi aset yang efektif sebagai pelindung nilai menjadi elemen krusial dalam strategi manajemen portofolio jangka menengah dan panjang.

Di sisi lain, dalam situasi tekanan pasar yang lebih akut, investor tidak hanya membutuhkan pelindung nilai aktif, tetapi juga aset yang secara historis menunjukkan kestabilan atau bahkan kenaikan nilai selama masa krisis, yang dikenal sebagai *safe haven*, yaitu aset yang cenderung mempertahankan atau bahkan meningkat nilainya selama periode ketidakpastian pasar atau volatilitas tinggi, seperti emas, obligasi pemerintah, dan mata uang tertentu (Wulan et al., 2024). Fenomena *flight to quality*, adalah fenomena yang terjadi ketika investor berbondong-bondong meninggalkan aset berisiko dan masuk ke aset yang lebih aman, fenomena ini merupakan cerminan dari pentingnya keberadaan *safe haven* dalam sistem keuangan. Baur dan Lucey (2010) menunjukkan bahwa emas secara konsisten memainkan peran tersebut selama krisis keuangan global, karena sifatnya yang independen dari sistem keuangan konvensional. Namun, klasifikasi *safe haven* tidaklah universal; Wei dan Han (2021) menekankan bahwa peran ini dapat pula dimainkan oleh obligasi negara atau mata uang kuat seperti dolar AS, tergantung konteks krisis dan lokasi investor.

Dalam beberapa tahun terakhir, ketidakpastian global meningkat tajam akibat berbagai peristiwa geopolitik dan ekonomi yang berdampak signifikan terhadap pasar keuangan internasional, termasuk Indonesia. Pandemi COVID-19 yang dimulai pada awal tahun 2020 di Indonesia menyebabkan gangguan besar terhadap aktivitas ekonomi, melemahkan sektor riil, dan memicu kepanikan di pasar keuangan (Susilawati et al., 2020). Pada Maret 2020, IHSG sempat mengalami penurunan drastis hingga diberlakukannya *trading halt* akibat aksi jual besar-besaran oleh investor domestik maupun asing (Hannany dan Kembaren (2025). Invasi Rusia ke Ukraina pada Februari 2022 memicu sanksi ekonomi besar-besaran dari negara-negara Barat, yang mengakibatkan gangguan pada pasar energi global dan lonjakan harga komoditas. Konflik ini juga menyebabkan volatilitas tinggi di pasar saham global, termasuk di Indonesia, di mana Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) mengalami tekanan signifikan (Izzeldin et al., 2023). Selain itu, ketegangan antara Tiongkok dan Taiwan semakin meningkat, menimbulkan kekhawatiran akan potensi konflik di kawasan Asia Timur yang dapat mengganggu rantai pasok global dan menambah ketidakpastian di pasar keuangan (Neely, 2025). Krisis energi global yang terjadi pada periode 2021–2023, yang dipicu oleh ketidakseimbangan antara permintaan dan pasokan energi, juga memperburuk kondisi ekonomi global dengan mendorong inflasi dan memperlambat pertumbuhan ekonomi (IEA, 2025). Kondisi-kondisi ini menekankan pentingnya bagi investor untuk mencari aset-aset yang dapat berfungsi sebagai *hedging* atau *safe haven* dalam menghadapi volatilitas pasar yang tinggi.

Pada tahun 2025, ketidakpastian global meningkat tajam setelah Presiden Amerika Serikat, Donald Trump, secara agresif mengimplementasikan kebijakan tarif proteksionis. Setelah dilantik pada 20 Januari 2025, Trump segera merealisasikan janji kampanyenya dengan menerapkan tarif 25% terhadap Kanada dan Meksiko, serta 10% terhadap impor dari Tiongkok mulai 4 Februari 2025. Ketegangan berlanjut sepanjang Februari hingga Maret dengan eskalasi tarif tambahan terhadap baja, aluminium, dan produk otomotif global. Titik puncaknya terjadi pada awal April 2025, saat Trump mengumumkan tarif dasar 10% untuk seluruh negara dan menaikkan tarif

terhadap barang-barang Tiongkok hingga 125%. Tiongkok membalas dengan mengenakan tarif balasan hingga 84% terhadap produk AS. Sikap Trump yang berubah-ubah, termasuk pengumuman penundaan tarif untuk sebagian negara namun memperberat tarif untuk Tiongkok, memperburuk ketidakpastian dan meningkatkan volatilitas di pasar keuangan global (Chiquitita, 2025).

Ketegangan tarif yang dipicu oleh Amerika Serikat berdampak luas terhadap pasar saham global, termasuk Indonesia. Ketidakpastian arah kebijakan perdagangan memicu aksi jual besar-besaran di bursa saham dunia, dengan indeks utama seperti S&P 500 dan Dow Jones mengalami koreksi tajam. Di Indonesia, IHSG juga terdampak negatif, mencatatkan penurunan drastis yang memicu *trading halt* pada 8 April 2025 setelah koreksi lebih dari 5% dalam satu sesi perdagangan. Otoritas Bursa Efek Indonesia terpaksa menghentikan sementara perdagangan untuk meredam kepanikan pasar. Selain itu, nilai tukar rupiah mengalami depresiasi signifikan, menembus rekor terendah terhadap dolar AS. Bank Indonesia melakukan intervensi aktif di pasar valuta asing dan mempertimbangkan penyesuaian suku bunga sebagai langkah stabilisasi. Ketegangan ini juga mengganggu arus perdagangan Indonesia, mengingat ketergantungan pada ekspor ke negara-negara besar seperti Amerika Serikat dan Tiongkok yang terkena dampak langsung dari perang tarif (Ayh, 2025; Menpan, 2025; Sulaiman, 2025).

Dalam kondisi pasar yang diliputi ketidakpastian, sebagaimana terlihat dalam berbagai gejolak global antara tahun 2020 hingga 2025, termasuk konflik geopolitik dan kebijakan perdagangan proteksionis, investor dihadapkan pada tantangan besar dalam menjaga stabilitas portofolio mereka. Karenanya penting bagi investor untuk mengidentifikasi aset saham yang dapat berfungsi sebagai pelindung nilai (*hedging asset*) atau *safe haven*. Aset-aset ini diharapkan mampu mempertahankan atau bahkan meningkatkan nilainya ketika terjadi tekanan pasar yang ekstrem. Menurut Bouri et al. (2020), dalam situasi krisis, aset yang memiliki karakteristik *safe haven* cenderung bergerak berlawanan arah atau tetap stabil meskipun pasar umum mengalami penurunan. Walaupun studi Bouri et al. (2020) lebih banyak menyoroti instrumen seperti

emas dan cryptocurrencies, prinsip identifikasi *safe haven* juga dapat diterapkan pada saham tertentu di pasar modal, khususnya saham-saham dengan fundamental kuat, stabilitas pendapatan, serta keterkaitan rendah dengan dinamika pasar global. Di Indonesia, kebutuhan untuk menemukan saham-saham seperti itu menjadi semakin penting guna menyediakan strategi mitigasi risiko dan memperkuat ketahanan portofolio investasi terhadap volatilitas global.

Sejumlah penelitian terdahulu menunjukkan pentingnya aset *hedging* dan *safe haven* dalam menghadapi ketidakpastian ekonomi maupun geopolitik. Choudhury et al. (2022) meneliti efektivitas emas dan obligasi negara sebagai *safe haven* selama berbagai epidemi, dan menemukan bahwa emas hanya berperan sebagai *safe haven* lemah, sedangkan obligasi pemerintah AS tetap menjadi pilihan paling aman. Di Indonesia, Robiyanto et al. (2019) membuktikan bahwa penggabungan instrumen emas dalam portofolio saham syariah Jakarta Islamic Index (JII) mampu meningkatkan efektivitas *hedging* dan menurunkan volatilitas portofolio, walaupun penggunaan kontrak berjangka emas menimbulkan perdebatan dari sisi kepatuhan syariah. Penelitian serupa oleh Putra et al. (2018) juga menunjukkan bahwa emas mampu berfungsi sebagai *safe haven* terhadap saham-saham sektor di Indonesia dan meningkatkan performa investasi berbasis risiko. Selain itu, Billah dan Hartomo (2018) menggunakan model A-DCC GARCH dan menemukan bahwa korelasi negatif antara emas dan saham syariah semakin kuat di masa krisis, menegaskan peran emas sebagai instrumen diversifikasi yang efektif di pasar Indonesia.

Sementara itu, dinamika antara emas dan saham juga dipelajari dalam konteks pandemi COVID-19. Yuliana dan Robiyanto (2022) membandingkan performa portofolio saham dan emas sebelum dan selama pandemi, menggunakan metode DCC-GARCH dan ADCC-GARCH, dan menemukan bahwa penggunaan teknik ADCC-GARCH yang mempertimbangkan volatilitas asimetris lebih efektif dalam mendeteksi kebutuhan *hedging* selama ketidakpastian pasar. Penelitian global oleh Dutta et al. (2021) menambahkan

perspektif bahwa climate bonds, meskipun menjanjikan untuk investasi hijau, menunjukkan efektivitas *hedging* yang menurun selama pandemi, sementara hubungan positif antara climate bonds dan emas tetap stabil. Penelitian lain oleh Katsampoxakis et al. (2024) menunjukkan bahwa indeks saham berbasis ESG, terutama di Amerika Utara dan Eropa, mampu berfungsi sebagai *safe haven* selama krisis COVID-19 dan perang energi akibat konflik Rusia-Ukraina, menawarkan alternatif instrumen perlindungan risiko bagi investor global.

Selain aset alternatif seperti emas dan obligasi hijau, saham syariah juga mendapat perhatian dalam konteks *safe haven*. Arif et al. (2022) mengkaji hubungan saham syariah dengan pasar saham G7 pada masa krisis finansial global (GFC) dan pandemi COVID-19, dan menemukan bahwa saham syariah tidak berfungsi sebagai *safe haven* selama GFC, namun menunjukkan peran signifikan sebagai *safe haven* pada masa pandemi. Di Indonesia, studi oleh Tampubolon (2021) mengungkapkan bahwa imbal hasil Surat Berharga Negara (SBN) domestik sangat sensitif terhadap guncangan eksternal selama pandemi, terutama pada SBN tenor 3 dan 5 tahun, dan bahwa IHSG mengalami perubahan signifikan akibat pengaruh indeks S&P 500. Penelitian ini memperkuat pentingnya memahami hubungan dinamis antar aset domestik dan global dalam menjaga stabilitas portofolio investasi di tengah guncangan eksternal.

Dalam konteks geopolitik, Malini dan Suwantono (2021) meneliti ketahanan pasar modal Indonesia terhadap dampak perang dagang antara Amerika Serikat dan China sejak 2016, menggunakan metode ARDL dan GMM. Meskipun sektor-sektor utama di Bursa Efek Indonesia terpengaruh secara signifikan dalam jangka pendek, hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak ada hubungan jangka panjang atau kointegrasi yang stabil antar pasar. Kondisi ini menegaskan pentingnya pemilihan aset-aset dengan karakteristik *safe haven* dalam merancang strategi investasi menghadapi gejolak eksternal, seperti yang menjadi latar belakang penelitian ini, yaitu menganalisis korelasi dinamis

antara IHSG, indeks JII, dan indeks SRI-KEHATI sebagai potensi *hedging* dan *safe haven* pada masa perang dagang AS tahun 2025.

Pemilihan instrumen saham sebagai objek penelitian mengenai *safe haven* dan *hedging* didasarkan pada kinerja historis pasar saham Indonesia yang tercermin pada IHSG. Berdasarkan data periode 1 Juli 2020 hingga 31 Desember 2024, *return* sederhana IHSG tercatat sebesar 44,33 persen, sedikit lebih rendah dibandingkan emas Antam yang mencatatkan *return* sebesar 46,54 persen (Pluang, 2025). Namun, berbeda dengan emas yang merupakan aset pasif, IHSG merepresentasikan kumpulan aset produktif yang berpotensi memberikan *return* tambahan dalam bentuk dividen tunai. Dalam beberapa kasus, *yield* dividen saham di Indonesia bahkan dapat melebihi 60 persen per tahun, seperti yang terjadi pada saham Adaro Energy Indonesia (ADRO) di tahun 2024. Kondisi ini menunjukkan bahwa walaupun secara *capital gain* IHSG sedikit tertinggal, secara total *return* justru dapat menyamai atau melampaui emas. Oleh karena itu, penelitian ini memfokuskan perhatian pada indeks saham, khususnya JII dan SRI-KEHATI.

Pemilihan indeks saham yang beragam dalam penelitian ini bertujuan untuk memberikan gambaran menyeluruh tentang dinamika pasar modal Indonesia dalam menghadapi ketidakpastian global. IHSG dipilih karena merupakan indikator utama yang merepresentasikan kinerja keseluruhan pasar saham Indonesia. IHSG mencakup seluruh saham yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI), sehingga menjadi barometer sentimen pasar secara umum dalam merespons guncangan eksternal (Ari Susanto et al., 2024). Selain itu, JII dipilih sebagai representasi dari pasar saham berbasis prinsip syariah, yang sering dianggap lebih stabil karena komposisinya menghindari sektor-sektor berisiko tinggi seperti perbankan konvensional dan alkohol (Habib dan Aziz, 2024). Dengan demikian, JII memberikan perspektif alternatif mengenai bagaimana saham syariah bereaksi terhadap ketidakpastian global.

Indeks SRI-KEHATI juga menjadi objek penelitian karena berbasis prinsip keberlanjutan (ESG: Environmental, Social, and Governance), yang semakin penting dalam strategi investasi modern. Saham-saham dalam indeks ini

diasumsikan memiliki ketahanan lebih baik dalam menghadapi krisis karena mengutamakan tata kelola perusahaan dan keberlanjutan jangka panjang (Yasya et al., 2023). Indeks-indeks ini, dengan karakteristik yang berbeda-beda, diharapkan dapat memberikan pemahaman yang komprehensif mengenai potensi *hedging* dan *safe haven* di pasar saham Indonesia dalam masa ketidakpastian, yang dapat dianalisis melalui korelasi dinamis antara ketiga indeks tersebut.

Selain mempertimbangkan karakteristik fundamental seperti prinsip syariah pada JII dan prinsip keberlanjutan pada SRI-KEHATI, pemilihan kedua indeks ini juga didasarkan pada tingkat risiko historisnya. Risiko dalam penelitian ini diukur menggunakan standar deviasi *return* harian selama periode 2020. Tabel 1.1 menyajikan perbandingan standar deviasi beberapa indeks utama di Bursa Efek Indonesia.

Tabel 1.1 Standar Deviasi Indeks Tahun 2020

Indeks	Standar Deviasi
IDX30	0.023155
IDX80	0.022414
JII	0.021243
Kompas100	0.021359
LQ45	0.022944
SRI-KEHATI	0.022571

Sumber : Output Eviews, 2025

Berdasarkan tabel 1.1 terlihat bahwa JII memiliki *standar deviasi* terendah (0.021243), menunjukkan tingkat risiko yang relatif lebih rendah dibandingkan dengan indeks lain seperti LQ45 maupun IDX30. Hal ini sejalan dengan karakteristik saham syariah yang menghindari sektor-sektor berisiko tinggi. Sementara itu, SRI-KEHATI memiliki *standar deviasi* 0.022571, yang walaupun sedikit lebih tinggi daripada JII, tetap kompetitif dibandingkan indeks pasar lain, serta mencerminkan daya tahan tambahan dari aspek keberlanjutan dan tata kelola. Dengan demikian, pemilihan JII dan SRI-KEHATI sebagai variabel penelitian tidak hanya didasarkan pada kriteria syariah dan keberlanjutan, tetapi juga pada pertimbangan tingkat risiko yang

relatif rendah, sehingga relevan untuk dianalisis sebagai potensi instrumen *hedging* dan *safe haven* terhadap IHSG.

Melihat ketidakpastian global yang meningkat sejak tahun 2020 akibat berbagai peristiwa seperti Covid-19, invasi Rusia ke Ukraina, gejolak suku bunga global, serta tekanan ekonomi pasca pandemi, pasar keuangan mengalami fluktuasi yang signifikan. Dalam kondisi seperti ini, penting bagi investor untuk mengidentifikasi aset atau indeks saham yang dapat berfungsi sebagai *hedging* maupun *safe haven*. Mengingat karakteristik yang berbeda dari IHSG, JII, dan SRI-KEHATI, pemahaman terhadap hubungan dinamis antar indeks tersebut menjadi relevan untuk mengukur resiliensi investasi dalam menghadapi tekanan eksternal. Oleh karena itu, penelitian ini dirancang untuk menganalisis korelasi dinamis antara IHSG, JII, dan SRI-KEHATI guna mengevaluasi potensi masing-masing indeks sebagai instrumen *hedging* dan *safe haven* dalam periode 2020 hingga 2025. Berdasarkan latar belakang tersebut, penulis mengambil judul skripsi **“ANALISIS KORELASI DINAMIS ANTARA IHSG, INDEKS JII DAN INDEKS SRI-KEHATI SEBAGAI HEDGING DAN SAFE HAVEN TAHUN PERIODE TAHUN 2020–2025.”**

1.2 Rumusan Masalah

1. Apakah Indeks JII dapat berperan sebagai aset *hedging* dan *safe haven* selama periode tahun 2020–2025?
2. Apakah Indeks SRI-KEHATI dapat berperan sebagai aset *hedging* dan *safe haven* selama periode tahun 2020–2025?
3. Bagaimana hubungan korelasi dinamis antara IHSG, Indeks JII, dan Indeks SRI-KEHATI dalam menghadapi ketidakpastian pasar selama periode tahun 2020–2025?

1.3 Tujuan Penelitian

1. Untuk menganalisis apakah Indeks JII dapat berperan sebagai aset *hedging* dan *safe haven* selama periode tahun 2020–2025.

2. Untuk menganalisis apakah Indeks SRI-KEHATI dapat berperan sebagai aset *hedging* dan *safe haven* selama periode tahun 2020–2025.
3. Untuk menganalisis hubungan korelasi dinamis antara IHSG, Indeks JII, dan Indeks SRI-KEHATI dalam menghadapi ketidakpastian pasar selama periode tahun 2020–2025.

1.4 Manfaat Penelitian

1. **Manfaat Akademis:**
 Penelitian ini diharapkan dapat memperkaya literatur akademik mengenai analisis korelasi dinamis antar indeks saham sebagai aset *hedging* dan *safe haven*, khususnya dalam konteks pasar keuangan Indonesia pada periode ketidakpastian tahun 2020–2025.
2. **Manfaat Praktis:**
 Penelitian ini dapat memberikan informasi dan rekomendasi kepada investor, manajer investasi, dan pengelola dana mengenai strategi diversifikasi portofolio yang efektif dengan mempertimbangkan peran IHSG, Indeks JII, dan Indeks SRI-KEHATI selama periode ketidakpastian global.
3. **Manfaat Kebijakan:**
 Penelitian ini dapat menjadi masukan bagi otoritas pasar modal dan regulator keuangan dalam memahami dinamika hubungan antar indeks saham nasional dalam situasi pasar yang fluktuatif, sehingga dapat digunakan untuk merancang kebijakan stabilisasi pasar yang lebih tepat.

II. TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Kajian Teori

2.1.1 Teori Portofolio Modern

Teori Portofolio Modern (MPT) yang dikembangkan oleh Harry Markowitz pada tahun 1952 berfokus pada pentingnya diversifikasi risiko dalam pengelolaan portofolio investasi. Diversifikasi ini bertujuan untuk mengurangi risiko total portofolio tanpa harus mengorbankan pengembalian yang diinginkan. MPT menjelaskan bahwa dengan menggabungkan aset yang tidak berkorelasi secara sempurna, fluktuasi negatif dari satu aset dapat diimbangi dengan kinerja positif dari aset lainnya, sehingga mengurangi volatilitas keseluruhan portofolio. Markowitz menekankan bahwa pengelolaan portofolio yang optimal tidak hanya melibatkan pemilihan aset yang memiliki *return* tinggi, tetapi juga memperhatikan risiko yang melekat pada setiap aset tersebut (Markowitz, 1952). Prinsip ini memberikan landasan bagi investor untuk membangun portofolio yang lebih seimbang, dengan tujuan untuk mengoptimalkan *return* yang diinginkan pada tingkat risiko tertentu.

Dalam konteks Teori Portofolio Modern, konsep *safe haven* dan *hedging* menjadi bagian penting dari strategi manajemen risiko. MPT mengajarkan bahwa pengelolaan portofolio yang optimal bukan hanya soal mencari *return* tertinggi, tetapi juga mengurangi risiko melalui pemilihan aset yang memiliki korelasi rendah atau negatif terhadap pasar saat terjadi gejolak. Aset *safe haven* seperti emas atau obligasi negara sering kali dimasukkan ke dalam portofolio untuk melindungi nilai investasi selama krisis, karena cenderung mempertahankan nilainya atau bahkan menguat ketika pasar mengalami tekanan. Sementara itu, aset *hedging* berperan

sebagai pelindung nilai dari risiko tertentu, seperti fluktuasi harga komoditas atau mata uang. Studi oleh Bouri et al. (2020) menegaskan bahwa integrasi aset *safe haven* dan *hedging* dalam portofolio secara efektif dapat meningkatkan efisiensi portofolio, khususnya dalam menghadapi ketidakpastian pasar. Dengan demikian, MPT memberikan justifikasi teoretis bagi investor untuk mencari dan memasukkan instrumen-instrumen yang berfungsi sebagai pelindung nilai ke dalam portofolio mereka.

Kaitan langsung MPT dengan penelitian ini adalah pada pemilihan IHSG, Indeks JII, dan Indeks SRI-KEHATI sebagai objek analisis. Berdasarkan kerangka MPT, perbedaan sifat dan fokus dari ketiga indeks ini berpotensi menghasilkan korelasi yang berbeda-beda terhadap pasar dalam kondisi normal maupun krisis. IHSG merepresentasikan pasar saham Indonesia secara umum, sedangkan JII mencerminkan saham-saham berbasis syariah yang sering dikaitkan dengan prinsip pengelolaan risiko yang lebih konservatif. SRI-KEHATI, di sisi lain, merupakan indeks berbasis prinsip ESG yang dalam beberapa studi internasional menunjukkan volatilitas relatif lebih rendah dibandingkan indeks konvensional (Katsampoxakis et al., 2024; Mousa et al., 2022).

Dengan demikian, penerapan MPT dalam penelitian ini terletak pada pengujian apakah JII dan SRI-KEHATI memiliki fungsi sebagai *safe haven* atau aset *hedging* terhadap IHSG selama periode 2020–2025, sehingga dapat memberikan gambaran praktis bagi investor dalam menyusun portofolio yang tangguh terhadap gejolak pasar.

2.1.2 *Hedging*

Dalam teori keuangan modern, *hedging* merupakan strategi investasi yang bertujuan mengurangi potensi kerugian dengan mengambil posisi kompensasi terhadap eksposur risiko tertentu. Aset *hedging* umumnya menunjukkan korelasi negatif atau rendah secara konsisten terhadap aset utama, baik pada kondisi pasar normal maupun bergejolak. Tujuannya bukan untuk menghasilkan keuntungan saat krisis, tetapi untuk menjaga stabilitas nilai portofolio dalam berbagai kondisi pasar.

Baur dan Lucey (2010) menjelaskan bahwa aset *hedging* biasanya tidak berkorelasi atau memiliki korelasi negatif secara umum terhadap aset lain, sehingga fungsinya adalah sebagai penyeimbang risiko. Dalam praktiknya, aset *hedging* dapat digunakan untuk melindungi nilai terhadap berbagai risiko seperti volatilitas pasar saham, inflasi, atau fluktuasi nilai tukar. Penelitian Al-Nassar et al. (2023) menemukan bahwa selama fase awal pandemi COVID-19, emas dan indeks volatilitas minyak (OVX) berperan sebagai aset *hedging* yang efektif terhadap pasar saham Saudi dengan korelasi negatif yang signifikan. Namun, efektivitas ini berkurang setelah pemerintah mengumumkan paket stimulus, menunjukkan bahwa kemampuan aset *hedging* dapat berubah sesuai dinamika pasar.

2.1.3 *Safe haven*

Berbeda dengan *hedging*, *safe haven* mengacu pada aset yang mempertahankan atau bahkan meningkatkan nilainya selama periode tekanan pasar atau krisis keuangan. Karakteristik utama aset *safe haven* adalah kemampuannya tetap stabil atau menghasilkan imbal hasil positif saat aset lain mengalami penurunan tajam.

Baur dan Lucey (2010) membedakan bahwa *safe haven* hanya menunjukkan korelasi negatif atau tidak berkorelasi dengan aset pasar utama pada saat terjadi turbulensi ekstrem, sedangkan Guesmi et al. (2019) menegaskan bahwa klasifikasi aset ini sangat kontekstual dan bergantung pada kondisi pasar. Contoh umum aset *safe haven* adalah emas dan obligasi pemerintah negara maju, yang secara historis terbukti tangguh selama krisis keuangan global.

Penelitian Shahzad et al. (2020) menunjukkan bahwa selama periode krisis, korelasi antara aset *safe haven* dan pasar ekuitas menurun signifikan, sehingga aset ini menjadi komponen penting dalam strategi manajemen risiko portofolio. Hal ini menjelaskan mengapa *safe haven* sering menjadi aset yang paling dicari oleh investor saat terjadi ketidakpastian pasar.

2.1.4 IHSG, JII dan SRI-KEHATI

Indeks saham merupakan indikator statistik yang merepresentasikan perubahan harga secara keseluruhan dari sejumlah saham yang dipilih menurut kriteria dan metode tertentu, serta ditinjau secara berkala (IDX, 2025). IHSG merupakan indeks pasar utama di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang mencerminkan kinerja keseluruhan saham yang tercatat. Sebagai barometer utama, IHSG mencakup berbagai sektor industri, memberikan gambaran umum tentang kondisi pasar saham Indonesia. Namun, karena sifatnya yang luas, IHSG tidak secara khusus mempertimbangkan faktor-faktor keberlanjutan atau prinsip-prinsip syariah dalam seleksi komponennya (IDX, 2025).

JII merupakan indeks pasar saham syariah yang terdiri dari 30 saham dengan kapitalisasi besar dan tingkat likuiditas tinggi yang memenuhi prinsip-prinsip keuangan Islam (IDX, 2025). Indeks ini menjadi rujukan utama bagi investor yang ingin berinvestasi sesuai syariah, karena menyaring perusahaan berdasarkan kegiatan usaha yang bebas dari unsur riba, judi, dan barang haram lainnya. Dalam konteks volatilitas dan stabilitas pasar, studi oleh Mubarak et al. (2017) menunjukkan bahwa JII memiliki sensitivitas yang lebih rendah terhadap fluktuasi makroekonomi dibandingkan indeks konvensional. Hal ini menjadikan JII relatif lebih stabil dalam menghadapi gejolak pasar.

Indeks SRI-KEHATI merupakan indeks yang terdiri dari saham-saham perusahaan yang mengedepankan prinsip keberlanjutan, mencakup aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola (ESG). Indeks ini mencerminkan kesadaran pasar terhadap pentingnya praktik bisnis yang berkelanjutan dan bertanggung jawab. Relevansi ESG dalam kinerja keuangan perusahaan juga tercermin dalam studi Verina Rohman (2024), yang menunjukkan bahwa pengungkapan lingkungan memiliki pengaruh positif signifikan terhadap profitabilitas (ROA) selama periode pandemi COVID-19, meskipun tidak signifikan sebelum pandemi. Temuan ini mengindikasikan bahwa perhatian terhadap aspek ESG, khususnya lingkungan, menjadi semakin penting dalam menghadapi kondisi pasar yang tidak menentu. Dengan demikian, keberadaan Indeks SRI-KEHATI tidak hanya mencerminkan

kepatuhan terhadap prinsip keberlanjutan, tetapi juga berpotensi memberikan stabilitas dan ketahanan dalam portofolio investasi jangka panjang.

2.1.5 Model GARCH

Model GARCH (*Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity*) yang dikembangkan oleh Bollerslev (1986) merupakan perpanjangan dari ARCH oleh Engle (1982), dan telah menjadi alat utama dalam mengukur volatilitas pasar keuangan yang bersifat time-varying. GARCH menangkap fenomena *volatility clustering*, di mana volatilitas tinggi atau rendah cenderung muncul dalam periode berurutan yang sering terjadi di pasar modal (Hansen dan Lunde, 2005). Dalam konteks analisis multi-aset, dikembangkan model multivariat seperti DCC-GARCH oleh Engle (2002), yang memungkinkan estimasi korelasi dinamis antar aset seiring waktu tanpa mengorbankan efisiensi estimasi, serta model BEKK-GARCH (R. F. Engle dan Kroner, 1993) yang menawarkan parameterisasi penuh atas matriks kovarians.

Model *Asymmetric Dynamic Conditional Correlation* GARCH (A-DCC GARCH), diperkenalkan oleh Cappiello et al. (2003), menyempurnakan DCC-GARCH dengan mengakomodasi asimetri dalam respons pasar terhadap guncangan positif dan negatif. Model ini menjadi penting dalam studi-studi terkini mengenai hubungan lintas pasar karena menangkap perubahan korelasi yang tidak bersifat simetris, khususnya dalam kondisi krisis (Mensi et al., 2014). Penelitian oleh Billah dan Hartomo (2018) menunjukkan bahwa A-DCC efektif dalam mengidentifikasi peran suatu aset sebagai *safe haven* atau *hedging*, terutama dalam menghadapi guncangan geopolitik atau ekonomi. Dengan fleksibilitas dalam menangkap dinamika korelasi dan volatilitas, model ini sangat cocok digunakan dalam analisis risiko dan diversifikasi portofolio dalam situasi pasar yang tidak pasti.

2.2 Penelitian Terdahulu

Penelitian ini mengacu pada sejumlah studi terdahulu yang relevan dengan topik analisis korelasi dinamis dan identifikasi instrumen investasi sebagai *hedging* maupun *safe haven* dalam situasi ketidakpastian ekonomi. Kajian literatur ini bertujuan untuk memberikan dasar konseptual serta memperkuat landasan

metodologi dalam penelitian ini. Adapun beberapa penelitian sebelumnya yang digunakan sebagai acuan ditampilkan pada tabel berikut :

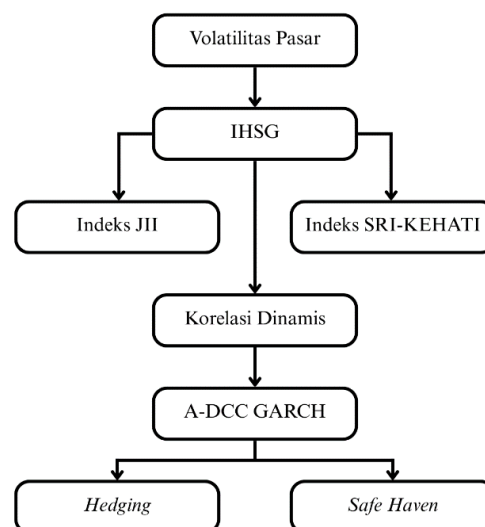
Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu

No	Nama Peneliti	Judul Penelitian	Variabel Penelitian	Hasil Penelitian
1	Billah dan Hartomo (2018)	Korelasi Dinamis Emas dan Saham Syariah sebagai Lindung Nilai dan <i>Safe haven</i> pada Investasi di Indonesia	Harga emas, indeks saham JII	Emas berfungsi sebagai <i>safe haven</i> saat krisis, dengan korelasi negatif terhadap saham syariah.
2	Putra et al., (2018)	<i>Cross-asset class portfolio between gold and stocks in Indonesia</i>	Harga emas, indeks sektor saham di Indonesia, IHSG	Emas dapat berfungsi sebagai <i>safe haven</i> dan instrumen diversifikasi yang meningkatkan kinerja portofolio saham.
3	Robiyanto et al., (2019)	<i>Gold and capital market in Indonesia: A preview on strategy of hedging and diversification</i>	Harga emas (USD & IDR), JII, kontrak berjangka	Emas efektif sebagai instrumen <i>hedging</i> untuk saham syariah, tetapi tidak sesuai prinsip syariah karena menggunakan kontrak berjangka.
4	Malini dan Suwantono, (2021)	<i>Indonesia Stock Exchange Resilience Toward Crisis: Study Case of US and China Trade War</i>	Indeks sektor di IDX	Tidak terdapat hubungan jangka panjang antar pasar, namun sektor-sektor di IDX tetap terdampak perang dagang.
5	Dutta et al., (2021)	<i>Climate bond, stock, gold, and oil markets: Dynamic correlations and hedging analyses during the COVID-19 outbreak</i>	Climate bonds, saham AS, emas, minyak	Climate bonds berkorelasi positif dengan emas dan memberikan manfaat diversifikasi, meski efektivitas lindung nilai menurun saat pandemi.
6	Arif et al., (2022)	<i>Pandemic crisis versus global financial crisis: Are Islamic stocks a safe-haven for G7 markets</i>	Islamic stock index, pasar saham G7	Saham syariah menjadi <i>safe haven</i> yang kuat untuk pasar saham G7 selama pandemi COVID-19, namun tidak saat GFC.

No	Nama Peneliti	Judul Penelitian	Variabel Penelitian	Hasil Penelitian
7	Yuliana dan Robiyanto (2022)	<i>Revisit the Dynamic Portfolio Formation between Gold and Stocks in Indonesia in the Period Before and During the COVID-19 Pandemic</i>	Harga saham IDX30, harga emas	Emas menunjukkan fungsi lindung nilai selama pandemi; model ADCC-GARCH lebih unggul dalam menangkap asimetri volatilitas.
8	Choudhury et al., (2022)	<i>Gold, bonds, and epidemics: A safe haven study</i>	Emas, obligasi pemerintah, indeks saham global	Emas hanya menjadi <i>safe haven</i> lemah; US Treasury paling efektif sebagai aset lindung nilai saat epidemi.
9	Tampubolon, (2023)	<i>Dynamic Linkages Among Government Bonds Yield Market Index (Ihsg), Us Treasury Bond Yield, Sp500 And Exchange Rate (Idr/Usd)- Effect Of Pandemic-Covid19 By VECM Approach: Evidence From Indonesia</i>	Yield SBN, IHSG, S&P500, USD/IDR, US Treasury	SBN 3Y dan 5Y sangat sensitif terhadap guncangan global, IHSG paling dipengaruhi oleh S&P500 selama pandemi.
10	Katsampoxakis et al., (2024)	<i>Can ESG Stocks Be a Safe haven during Global Crises?</i>	Indeks ESG, emas, VIX, gas alam, indeks komoditas	Saham ESG di Amerika dan Eropa terbukti sebagai <i>safe haven</i> saat krisis COVID-19 dan perang Rusia–Ukraina.

2.3 Kerangka Pemikiran

Kerangka pemikiran dalam penelitian ini disusun untuk menjelaskan hubungan logis antara ketidakpastian pasar global selama periode 2020–2025 dan perilaku indeks saham di Indonesia, khususnya dalam perannya sebagai aset *hedging* dan *safe haven*. Ketidakpastian global yang disebabkan oleh berbagai peristiwa seperti konflik geopolitik, fluktuasi suku bunga, serta krisis ekonomi regional, memicu volatilitas pasar yang tinggi. Dalam situasi seperti ini, investor cenderung mencari aset yang memiliki korelasi rendah atau negatif terhadap pasar secara umum sebagai upaya mitigasi risiko portofolio. Berdasarkan teori portofolio modern dan berbagai studi empiris, indeks berbasis syariah seperti JII dan indeks berbasis keberlanjutan seperti SRI-KEHATI memiliki potensi untuk menjadi aset pelindung nilai karena karakteristik fundamentalnya yang berbeda dari indeks pasar umum seperti IHSG. Penelitian ini menggunakan pendekatan model A-DCC GARCH, dimana model ini memungkinkan analisis korelasi yang dinamis dan responsif terhadap asimetri volatilitas pasar. Dengan memanfaatkan data harian dari IHSG, Indeks JII, dan Indeks SRI-KEHATI selama periode 2020–2025, penelitian ini bertujuan mengidentifikasi dinamika hubungan antarindeks dalam menghadapi ketidakpastian pasar dan menilai apakah ketiga indeks tersebut dapat berfungsi sebagai *safe haven* atau aset *hedging*. Visualisasi dari kerangka berpikir ini dapat dilihat pada gambar berikut:



Gambar 2.1 Kerangka Berpikir.

2.4 Pengembangan Hipotesis

2.4.1 Indeks JII Sebagai *safe haven* dan *Hedging*

Dalam teori portofolio modern yang dikemukakan oleh Markowitz (1952), diversifikasi merupakan strategi penting untuk mengurangi risiko investasi. Diversifikasi yang efektif dilakukan dengan memasukkan aset-aset yang memiliki korelasi rendah atau negatif terhadap pasar secara umum. Dengan demikian, pemilihan aset yang memiliki karakteristik khusus menjadi penting dalam upaya manajemen risiko portofolio, terutama dalam menghadapi kondisi pasar yang bergejolak.

JII merupakan indeks saham yang disusun berdasarkan prinsip-prinsip syariah, seperti menghindari riba, perjudian, dan aktivitas non-halal. Karakteristik ini membuat JII tersusun dari saham-saham yang cenderung memiliki struktur keuangan yang lebih konservatif dan stabil. Beberapa penelitian terdahulu turut mendukung hal ini. Mubarak et al. (2017) menemukan bahwa JII memiliki sensitivitas yang lebih rendah terhadap variabel-variabel makroekonomi dibandingkan IHSG. Sementara itu, Yusuf et al. (2024) menunjukkan bahwa emiten dalam indeks syariah cenderung memiliki tingkat pengungkapan CSR yang lebih tinggi serta praktik tata kelola yang lebih baik, yang dapat meningkatkan kepercayaan investor dan kestabilan nilai saham.

Berdasarkan karakteristik penyusunan yang didasarkan pada prinsip-prinsip keuangan syariah dan temuan empiris dari penelitian sebelumnya JII diperkirakan memiliki kapabilitas untuk berperan sebagai instrumen *hedging* yang efektif dalam portofolio investasi. Hal ini dikaitkan dengan kecenderungan pergerakan JII yang tidak sepenuhnya berkorelasi positif terhadap pasar saham secara umum, sehingga memungkinkan pengurangan eksposur terhadap risiko sistematis ketika pasar mengalami tekanan. Studi oleh Majid (2018) menunjukkan bahwa pasar saham Islam cenderung menunjukkan ketahanan relatif dalam menghadapi guncangan global, yang dapat memperkuat peran indeks berbasis syariah dalam strategi diversifikasi risiko portofolio..

Lebih lanjut, JII juga memiliki potensi untuk berfungsi sebagai *safe haven*, yaitu aset yang dapat mempertahankan, atau dalam beberapa kondisi bahkan meningkatkan, nilainya pada saat terjadi ketidakpastian pasar atau gejolak ekstrem. Sifat defensif dari saham-saham dalam JII, yang diperoleh melalui proses screening syariah yang ketat, menciptakan struktur portofolio yang cenderung konservatif dan stabil. Hasil penelitian oleh Tabash et al. (2023) menyatakan bahwa instrumen berbasis syariah memiliki kinerja yang lebih tangguh dalam menghadapi kondisi stres pasar, yang memungkinkan investor untuk beralih ke indeks seperti JII sebagai bentuk perlindungan nilai (*store of value*) selama periode volatilitas tinggi.

Berdasarkan landasan teori portofolio, hasil temuan empiris, serta karakteristik fundamental dari saham-saham dalam JII, maka dapat diasumsikan bahwa indeks ini berpotensi menjadi instrumen yang efektif untuk *hedging* maupun *safe haven* ketika pasar bergejolak. Oleh karena itu, hipotesis pertama dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

H1_A: INDEKS JII BERPERAN SEBAGAI ASET *HEDGING* SELAMA PERIODE TAHUN 2020-2025.

H1_B: INDEKS JII BERPERAN SEBAGAI ASET *SAFE HAVEN* SELAMA PERIODE TAHUN 2020-2025.

2.4.2 Indeks SRI-KEHATI Sebagai *safe haven* dan *Hedging*

Stabilitas suatu aset dalam menghadapi tekanan pasar menjadi pertimbangan utama dalam pengambilan keputusan investasi, terlebih dalam iklim global yang penuh ketidakpastian. Berdasarkan *Modern Portfolio Theory* yang dikemukakan oleh Markowitz (1952), diversifikasi aset ke dalam instrumen yang memiliki korelasi rendah atau negatif terhadap portofolio utama dapat mengurangi risiko total tanpa harus mengorbankan tingkat pengembalian yang diharapkan. Dalam konteks ini, aset-aset yang menunjukkan ketahanan terhadap fluktuasi pasar sangat bernilai, khususnya ketika pasar sedang bergejolak. Salah satu kandidat yang patut diperhatikan adalah indeks saham berbasis lingkungan dan keberlanjutan seperti Indeks SRI-KEHATI, yang secara konsisten mengedepankan prinsip ESG (Environmental, Social, and Governance) dalam pemilihannya.

Beberapa penelitian sebelumnya memperkuat dugaan bahwa indeks SRI-KEHATI memiliki karakteristik yang mendukung fungsinya sebagai instrumen *hedging*. Misalnya, studi oleh Misbahuddin et al. (2022) menemukan bahwa saham-saham dalam indeks ini memiliki performa yang lebih stabil dan defensif ketika volatilitas pasar meningkat. Hal ini menunjukkan bahwa indeks SRI-KEHATI dapat memiliki korelasi yang lebih rendah terhadap pasar umum seperti IHSG, sehingga penempatannya dalam portofolio memungkinkan investor untuk memitigasi risiko kerugian selama masa tekanan pasar. Dengan demikian, berdasarkan pendekatan teori portofolio dan hasil empiris, indeks ini berpotensi berperan sebagai aset *hedging* yang efektif.

Di sisi lain, karakteristik fundamental dari perusahaan yang tergabung dalam indeks SRI-KEHATI memberikan justifikasi bahwa indeks ini juga dapat berfungsi sebagai *safe haven* dalam kondisi ekstrem. Perusahaan-perusahaan dalam indeks ini umumnya menerapkan praktik ESG yang kuat dan memiliki kesadaran tinggi terhadap keberlanjutan jangka panjang. Chandra Verina dan Rohman (2024) menunjukkan bahwa perusahaan yang mengungkapkan informasi lingkungan secara aktif justru mengalami peningkatan kinerja finansial selama pandemi COVID-19. Ketahanan semacam ini mencerminkan kemampuan indeks untuk mempertahankan atau bahkan meningkatkan nilainya ketika pasar mengalami guncangan besar. Selain itu, dalam kondisi tekanan geopolitik atau krisis global lainnya, kecenderungan investor untuk melakukan *flight to quality* memperkuat potensi indeks ini sebagai aset pelindung nilai.

Berdasarkan landasan teori portofolio modern, bukti empiris dari penelitian sebelumnya, serta pertimbangan logis mengenai perilaku investor dan karakteristik indeks ESG, maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H2_A: INDEKS SRI-KEHATI BERPERAN SEBAGAI ASET *HEDGING* SELAMA PERIODE TAHUN 2020-2025.

H2_B: INDEKS SRI-KEHATI BERPERAN SEBAGAI ASET *SAFE HAVEN* PERIODE TAHUN 2020-2025.

III. METODE PENELITIAN

3.1 Waktu dan Tempat Penelitian

Penelitian ini dilakukan dengan menggunakan data sekunder yang dikumpulkan selama periode Januari 2020 hingga April 2025. Data yang digunakan mencakup *return* harian dari indeks IHSG, Indeks JII, dan Indeks SRI-KEHATI, yang diperoleh secara langsung melalui situs resmi Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id) dan Investing.com. Seluruh proses pengolahan dan analisis data dilakukan secara mandiri oleh peneliti menggunakan perangkat lunak statistik, khususnya EViews dan OxMetrics, yang memungkinkan analisis kuantitatif seperti model GARCH dan A-DCC GARCH dilakukan secara komprehensif. Penelitian ini bersifat *desk research*, sehingga seluruh tahapan analisis dilakukan di lokasi fleksibel berbasis daring.

3.2 Desain Penelitian

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif yang menggunakan pendekatan deskriptif dan inferensial. Pendekatan deskriptif digunakan untuk memberikan gambaran umum mengenai pergerakan *return* harian dari IHSG, JII, dan SRI-KEHATI selama periode pengamatan Januari 2020 hingga April 2025. Sementara itu, pendekatan inferensial digunakan untuk menguji hipotesis mengenai peran indeks-indeks tersebut sebagai aset *hedging* dan *safe haven*. Untuk mencapai tujuan tersebut, penelitian ini menggunakan model ekonometrika *Asymmetric Dynamic Conditional Correlation Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity* (A-DCC GARCH). Model ini dipilih karena mampu menangkap dinamika korelasi yang tidak simetris antar indeks saham dari waktu ke waktu, terutama dalam kondisi pasar yang bergejolak. Dengan demikian, desain penelitian ini dirancang untuk memberikan pemahaman empiris yang mendalam mengenai

potensi peran JII dan SRI-KEHATI dalam strategi diversifikasi dan mitigasi risiko portofolio di pasar modal Indonesia.

3.3 Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini mencakup seluruh 45 indeks saham yang aktif dan tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode pengamatan. Dari populasi tersebut, penelitian ini menggunakan teknik *purposive sampling* untuk menentukan sampel yang dianggap paling relevan dengan tujuan penelitian. Adapun sampel yang dipilih terdiri dari IHSG, JII, dan SRI-KEHATI. Pemilihan ketiga indeks ini didasarkan pada karakteristiknya yang mewakili pasar saham umum (IHSG), pasar saham berbasis syariah (JII), dan saham berbasis keberlanjutan atau ESG (SRI-KEHATI). Data yang digunakan adalah data *return* harian dari masing-masing indeks selama periode Januari 2020 hingga April 2025. Pemilihan periode tersebut bertujuan untuk menangkap dinamika korelasi selama masa ketidakpastian global yang meningkat, termasuk potensi peristiwa ekonomi maupun geopolitik yang relevan.

3.4 Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Dalam penelitian ini, variabel yang digunakan meliputi IHSG, JII, dan SRI-KEHATI yang masing-masing diukur berdasarkan nilai penutupan indeks harian. Data tersebut kemudian diolah menjadi *return* logaritmik untuk mencerminkan perubahan persentase harian secara lebih stabil dan memenuhi asumsi statistik model GARCH. *Return* logaritmik dihitung menggunakan rumus:

$$R_t = \ln\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right)$$

Di mana R_t adalah *return* indeks pada hari ke- t , P_t adalah nilai penutupan indeks pada hari ke- t , dan P_{t-1} adalah nilai penutupan indeks pada hari sebelumnya. Pendekatan *log-return* umum digunakan dalam studi volatilitas karena menghasilkan *return* yang bersifat kontinu, proporsional, serta lebih mendekati

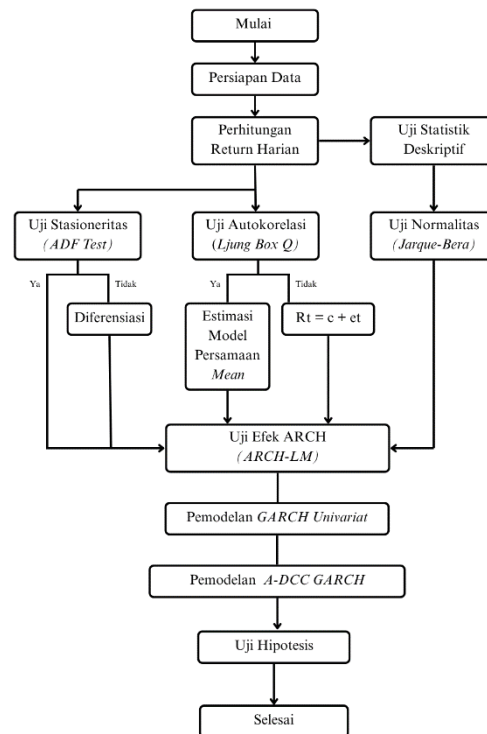
distribusi normal, sehingga sesuai dengan karakteristik data keuangan yang dianalisis menggunakan model (Brooks, 2019).

Korelasi dinamis antara IHSG dengan JII dan SRI-KEHATI diukur menggunakan model A-DCC GARCH. Model ini mampu menangkap perubahan hubungan korelasi antar variabel dari waktu ke waktu, serta mempertimbangkan sifat asimetris dari volatilitas pasar—yakni reaksi pasar yang berbeda terhadap kejutan positif dan negatif (Billah dan Hartomo, 2018).

Peran sebagai aset *safe haven* dan *hedging* ditentukan berdasarkan arah dan signifikansi dari korelasi dinamis antara indeks-indeks yang diamati selama periode volatilitas tinggi. Aset dikategorikan sebagai *hedge* jika menunjukkan korelasi negatif atau tidak signifikan terhadap IHSG secara umum, dan sebagai *safe haven* apabila korelasinya menurun secara signifikan (menjadi nol atau negatif) justru saat terjadi tekanan pasar yang tinggi (Baur dan Lucey, 2010). Penilaian ini penting untuk memahami apakah suatu indeks memiliki potensi melindungi nilai portofolio di tengah ketidakpastian pasar.

3.5 Metode Analisis Data

Metode analisis data dalam penelitian ini terdiri dari dua tahap utama, yaitu analisis volatilitas menggunakan model GARCH dan analisis korelasi dinamis menggunakan model A-DCC GARCH. Seluruh rangkaian tahapan analisis ditampilkan pada Gambar 3.1 sebagai acuan visual proses penelitian. Proses estimasi dilakukan dengan menggunakan perangkat lunak EViews dan OxMetrics, yang menyediakan fitur terintegrasi untuk pengolahan data deret waktu serta pemodelan GARCH multivariat secara efisien dan sistematis.



Gambar 3.1 Tahapan Analisis Data Penelitian.

3.5.1 Uji Statistik Deskriptif

Setelah memperoleh data *return* harian dari indeks IHSG, JII, dan SRI-KEHATI, langkah awal yang dilakukan adalah analisis statistik deskriptif. Analisis ini bertujuan untuk memberikan gambaran umum mengenai karakteristik data, sebelum dilakukan tahapan analisis lanjutan. Statistik yang digunakan meliputi nilai rata-rata (*mean*), *median*, nilai maksimum dan minimum, standar deviasi sebagai ukuran volatilitas, *skewness* untuk mengukur arah kemiringan distribusi data, serta *kurtosis* untuk melihat tingkat keruncingan distribusinya. Informasi ini membantu dalam memahami pola dasar *return* indeks yang akan dianalisis lebih lanjut dalam model volatilitas.

Selain itu, dilakukan juga uji normalitas terhadap masing-masing seri data *return* dengan menggunakan uji *Jarque-Bera (JB)*. Uji ini dirancang untuk menguji apakah distribusi data *return* mendekati distribusi normal, dengan mendasarkan perhitungannya pada nilai *skewness* dan *kurtosis*. Adapun hipotesis yang digunakan

adalah: H_0 menyatakan bahwa data berdistribusi normal, sedangkan H_1 menyatakan bahwa data tidak berdistribusi normal. Kriteria pengambilan keputusan ditentukan berdasarkan nilai probabilitas (p-value), yaitu jika $p > 0,05$ maka H_0 diterima, dan jika $p \leq 0,05$ maka H_0 ditolak.

3.5.2 Uji Prasyarat Model

3.5.2.1 Uji Stasioneritas

Stasioneritas data merupakan syarat penting dalam analisis time series karena sebagian besar model ekonometrika, termasuk model ARCH/GARCH dan turunannya, mengasumsikan bahwa data yang digunakan bersifat stasioner. Data dikatakan stasioner apabila nilai rata-rata (mean), varians, dan kovariansnya tidak berubah sepanjang waktu. Oleh karena itu, sebelum dilakukan estimasi model, perlu dilakukan uji stasioneritas terlebih dahulu untuk memastikan bahwa data *return* harian masing-masing indeks memenuhi karakteristik tersebut.

Dalam penelitian ini, uji stasioneritas dilakukan dengan menggunakan metode *Augmented Dickey-Fuller* (ADF) test.

Adapun perumusan hipotesis dalam uji ADF/ adalah sebagai berikut:

- Hipotesis Nol (H_0) : Data memiliki *unit root* (tidak stasioner).
- Hipotesis Alternatif (H_1) : Data tidak memiliki *unit root* (stasioner).

Kriteria pengambilan keputusan menurut Mushtaq (2011):

- Jika nilai probabilitas (p-value) dari uji ADF lebih kecil dari 0,05 ($p < 0,05$), maka H_0 ditolak dan data dianggap stasioner.
- Sebaliknya, jika $p\text{-value} \geq 0,05$, maka H_0 diterima, yang berarti data mengandung *unit root* dan tidak stasioner.

Jika hasil uji menunjukkan bahwa data *return* tidak stasioner pada level, maka langkah selanjutnya adalah melakukan transformasi data dengan diferensiasi (*differencing*) satu kali atau lebih hingga data menjadi stasioner. Namun, dalam praktiknya, data *log return* umumnya telah bersifat stasioner karena proses perhitungannya memang mengeliminasi tren dan volatilitas musiman yang tinggi.

Oleh karena itu, penggunaan *log return* sangat umum dalam penelitian keuangan karena memberikan kestabilan varians dan distribusi yang lebih mendekati normal.

3.5.2.2 Uji Autokorelasi

Autokorelasi, atau korelasi serial, merujuk pada kondisi di mana nilai *return* pada suatu periode memiliki hubungan statistik dengan nilai *return* pada periode sebelumnya. Dalam konteks penelitian ini, uji autokorelasi dilakukan terhadap data *return* level dari IHSG, JII, dan SRI-KEHATI, sebelum dilakukan estimasi model GARCH univariat. Tujuan dari pengujian ini adalah untuk menentukan bentuk persamaan mean yang tepat, apakah hanya melibatkan konstanta atau perlu menggunakan model *Autoregressive Moving Average* (ARMA), guna menghilangkan ketergantungan waktu dalam data *return*.

Deteksi autokorelasi dilakukan melalui dua pendekatan: visual dan statistik. Secara visual, grafik fungsi autokorelasi (*Autocorrelation Function/ACF*) dan fungsi autokorelasi parsial (*Partial Autocorrelation Function/PACF*) digunakan untuk melihat pola ketergantungan antar *return* dalam berbagai lag. Secara statistik, digunakan uji Ljung-Box Q-statistic untuk mengevaluasi apakah terdapat autokorelasi signifikan hingga lag tertentu. Apabila ditemukan autokorelasi yang signifikan, maka akan diterapkan model ARMA(p,q) untuk mendefinisikan struktur persamaan mean pada estimasi GARCH univariat. Model ini dituliskan sebagai berikut:

$$R_t = c + \sum_{i=1}^p \phi_i R_{t-i} + \sum_{j=1}^q \theta_j \epsilon_{t-j} + \epsilon_t$$

Dimana c adalah konstanta, ϕ_i adalah koefisien AR, θ_j adalah koefisien MA, dan ϵ_t adalah error term. Pemilihan orde ARMA(p,q) akan didasarkan pada signifikansi koefisien dan kriteria informasi seperti *Akaike Information Criterion* (AIC) atau *Schwarz Information Criterion* (SIC/BIC). Jika tidak ada autokorelasi signifikan, persamaan mean hanya akan melibatkan konstanta ($R_t = c + \epsilon_t$).

3.5.2.3 Uji Efek ARCH

Untuk membenarkan penggunaan model GARCH, terlebih dahulu perlu dibuktikan adanya efek ARCH (*Autoregressive Conditional Heteroscedasticity*), yaitu kondisi di mana varians residual dari model mean bergantung pada nilai residual masa lalu. Efek ARCH menunjukkan adanya ketidakhomogenan varians (heteroskedastisitas) bersyarat yang merupakan ciri khas dari data keuangan seperti *return* saham atau indeks. Untuk itu, dilakukan pengujian terhadap keberadaan efek ARCH pada residual (ϵ_t) yang diperoleh dari model mean (biasanya model AR atau ARMA) yang telah diestimasi sebelumnya.

Pengujian ini menggunakan ARCH-LM (*Lagrange Multiplier Test*), yang dikembangkan oleh Engle (1982). Uji ini sangat penting karena menjadi prasyarat sebelum melanjutkan ke tahap estimasi model GARCH. Tanpa adanya efek ARCH yang signifikan, penggunaan model GARCH tidak diperlukan karena volatilitas data tidak bersifat time-varying.

Adapun perumusan hipotesisnya adalah sebagai berikut:

- Hipotesis Nol (H_0) : Tidak terdapat efek ARCH, atau varians residual bersifat konstan (homoskedastisitas).
- Hipotesis Alternatif (H_1) : Terdapat efek ARCH, atau varians residual bersifat tidak konstan (heteroskedastisitas bersyarat).

Kriteria pengambilan keputusan menurut Maki dan Ota (2021):

- Jika nilai probabilitas (p-value) dari uji ARCH-LM lebih kecil dari 0,05 ($p < 0,05$), maka H_0 ditolak, yang berarti terdapat efek ARCH dan model GARCH layak digunakan.
- Sebaliknya, jika $p\text{-value} \geq 0,05$, maka H_0 diterima, dan tidak terdapat efek ARCH yang signifikan.

3.5.3 Pemodelan GARCH Univariat

Persamaan varians kondisional untuk GARCH(p,q) adalah:

$$\sigma_t^2 = \omega + \sum_{i=1}^q \alpha_i \varepsilon_{t-i}^2 + \sum_{j=1}^p \beta_j \sigma_{t-j}^2$$

Dimana :

σ_t^2 : Varians kondisional pada waktu t (volatilitas)

ω : Konstanta (intercept)

ε_{t-i}^2 : ARCH term (kuadrat residual dari persamaan mean pada lag ke-i)

σ_{t-j}^2 : GARCH term (variens kondisional pada lag ke-j)

α_i : Koefisien ARCH, mengukur respons volatilitas terhadap guncangan pasar.

β_j : Koefisien GARCH, mengukur persistensi volatilitas.

Syarat stasioneritas varians untuk GARCH(p,q) adalah $\alpha_i + \beta_j < 1$.

3.5.4 Pemodelan A-DCC GARCH

Formulasi yang lebih umum dan sering digunakan adalah versi Engle (2002) yang disesuaikan Cappiello et al. (2006) untuk asimetri:

$$Q_t = (1 - \alpha - \beta)\bar{Q} - \gamma\bar{N} + \alpha(z_{t-1}z'_{t-1}) + \beta Q_{t-1} + \gamma(n_{t-1}n'_{t-1})$$

Dimana:

Q : Matriks korelasi (atau kovarians) tak bersyarat dari residual standar $\hat{z}_t$.

z_{t-1} : Vektor residual standar pada waktu t-1.

Q_{t-1} : Matriks kovarians kondisional pada waktu t-1.

α dan β : Parameter skalar non-negatif yang menangkap efek dari guncangan sebelumnya dan korelasi dinamis masa lalu, dengan $\alpha + \beta < 1$ untuk stasioneritas.

n_{t-1} : Vektor residual standar yang bernilai z_{t-1} jika $z_{t-1} < 0$ dan 0 jika sebaliknya, untuk menangkap efek asimetris.

$\bar{N}$: Adalah matriks korelasi tak bersyarat dari nt.

γ : Parameter yang menangkap efek asimetris. Jika $\gamma > 0$ korelasi cenderung meningkat lebih tinggi ketika ada berita buruk bersama (*return* negatif) dibandingkan dengan berita baik bersama.

Hasil dari model A-DCC GARCH ini adalah seri waktu dari korelasi kondisional dinamis antara pasangan indeks:

- Korelasi dinamis antara IHSG dan JII ($\rho_{IHSG, JII, t}$)
- Korelasi dinamis antara IHSG dan SRI-KEHATI ($\rho_{IHSG, SRI-KEHATI, t}$)

3.5.5 Uji Hipotesis

Analisis data dalam penelitian ini bertujuan untuk menguji hipotesis mengenai kemampuan Indeks JII dan Indeks SRI-KEHATI sebagai instrumen *hedging* dan *safe haven* terhadap IHSG. Pengujian ini dilakukan dengan menganalisis hasil estimasi model *Asymmetric Dynamic Conditional Correlation* (A-DCC) GARCH. Model ini menjadi landasan untuk mengamati dinamika korelasi antar aset, terutama sebagai respons terhadap tekanan pasar.

Pendekatan untuk mendefinisikan dan menguji properti *hedging* dan *safe haven* mengacu pada kerangka kerja yang dikemukakan oleh Baur dan Lucey (2010). Berdasarkan pendekatan tersebut, hipotesis penelitian dirumuskan dan diuji sebagai berikut:

3.5.5.1 Hipotesis 1: Aset *Hedging*

Hipotesis ini menguji apakah Indeks JII dan SRI-KEHATI berfungsi sebagai aset *hedging* terhadap IHSG selama periode pengamatan (2020–2025). Aset *hedging* didefinisikan sebagai aset yang secara umum memiliki korelasi nol atau negatif terhadap pasar.

H1_A: INDEKS JII BERPERAN SEBAGAI ASET *HEDGING* SELAMA PERIODE TAHUN 2020-2025.

H2_A: INDEKS SRI-KEHATI BERPERAN SEBAGAI ASET *HEDGING* SELAMA PERIODE TAHUN 2020-2025.

Pengujian hipotesis ini dilakukan dengan kriteria sebagai berikut:

- Hipotesis Nol (H_0) : Rata-rata korelasi dinamis antara indeks kandidat dan IHSG adalah positif dan tinggi ($\bar{\rho}_{s,h} > 0$). Indeks bukan merupakan aset *hedging*.
- Hipotesis Alternatif (H_a) : Rata-rata korelasi dinamis antara indeks kandidat dan IHSG adalah 0 atau negatif ($\bar{\rho}_{s,h} \leq 0$). Indeks merupakan aset *hedging*.

Kriteria Uji : Hipotesis nol (H_0) akan ditolak jika nilai rata-rata dari korelasi kondisional ($\bar{\rho}_{s,h}$) yang dihasilkan oleh model A-DCC GARCH selama periode penuh secara konsisten berada di bawah 0 atau bernilai negatif.

3.5.5.2 Hipotesis 2: Aset *Safe haven*

Hipotesis ini menguji apakah Indeks JII dan SRI-KEHATI berfungsi sebagai aset *safe haven* terhadap IHSG. Aset *safe haven* didefinisikan sebagai aset yang mampu mempertahankan nilainya (korelasi menjadi nol atau negatif) secara spesifik selama periode krisis atau tekanan pasar.

H1_B: INDEKS JII BERPERAN SEBAGAI ASET *SAFE HAVEN* SELAMA PERIODE TAHUN 2020-2025.

H2_B: INDEKS SRI-KEHATI BERPERAN SEBAGAI ASET *SAFE HAVEN* SELAMA PERIODE TAHUN 2020-2025.

Pengujian hipotesis ini lebih spesifik dan dilakukan melalui dua tahap:

Tahap 1 : Identifikasi Periode Krisis

Penentuan periode krisis atau tekanan pasar dalam penelitian ini didasarkan pada analisis volatilitas yang diidentifikasi melalui lonjakan signifikan pada nilai varians kondisional σ_t^2 , sebagaimana dihasilkan dari estimasi model GARCH univariat terhadap data *return* IHSG. Lonjakan ini mencerminkan peningkatan ketidakpastian pasar yang ekstrem dan digunakan sebagai indikator objektif untuk

menandai periode stres finansial, yang selanjutnya menjadi dasar dalam pengujian peran indeks sebagai aset *safe haven*.

Tahap 2: Pengujian Hipotesis Selama Periode Krisis

Setelah periode krisis teridentifikasi, hipotesis *safe haven* diuji dengan kriteria berikut:

- Hipotesis Nol (H_0) : Selama periode krisis, korelasi dinamis antara indeks kandidat dan IHSG tetap tinggi ($\rho_{s, h, t (krisis)} > 0$). Indeks bukan merupakan aset *safe haven*.
- Hipotesis Alternatif (H_a) : Selama periode krisis, korelasi dinamis antara indeks kandidat dan IHSG menurun ke level yang rendah ($\rho_{s, h, t (krisis)} \leq 0$). Indeks merupakan aset *safe haven*.

Kriteria Uji: Hipotesis nol (H_0) akan ditolak jika plot korelasi dinamis dari model A-DCC GARCH menunjukkan penurunan signifikan hingga berada di bawah level 0 secara spesifik selama periode krisis yang telah diidentifikasi. Hal ini menunjukkan bahwa hubungan positif aset tersebut dengan pasar melemah secara substansial, sehingga menawarkan perlindungan relatif ketika pasar sedang bergejolak.