



## Analisis Perbandingan Antara Saham Syariah Dan Emas Ditinjau Dari *Risk* Dan *Return* Periode 2023 – 2025.

Sry Rahayu Ningsih Sitorus<sup>\*1)</sup>, Reni Ria Armayani Hasibuan<sup>2)</sup>, Muhammad Ikhsan Harahap<sup>3)</sup>.

Universitas Islam Negeri Sumatera Utara<sup>1-3</sup>

Email : [sryrahayuningsih14@gmail.com](mailto:sryrahayuningsih14@gmail.com)<sup>\*1)</sup>, [reniriaarmayani@uinsu.ac.id](mailto:reniriaarmayani@uinsu.ac.id)<sup>2)</sup>,  
[m.ihsan.harahap@uinsu.ac.id](mailto:m.ihsan.harahap@uinsu.ac.id)<sup>3)</sup>

### ABSTRACT

*This study aims to compare the investment performance of sharia stocks and ANTAM gold based on return and risk levels during the 2023–2025 period. The methodology used is a quantitative approach with a descriptive-comparative research model. The research data consists of the weekly closing prices of sharia stocks included in the Indonesia Sharia Stock Index, namely AALI, ACES, and ABMM, as well as the price of ANTAM gold. Data processing was conducted by calculating returns and risk using standard deviation, followed by the Jarque–Bera normality test, the Augmented Dickey–Fuller (ADF) stationarity test, the independent samples t-test, and volatility analysis using the GARCH (1,1) model. The results of the study indicate that there is no significant difference in return levels between sharia stocks and ANTAM gold. However, sharia stocks have higher risk and volatility levels compared to gold. These findings indicate that gold tends to be more stable as a hedging instrument, while sharia stocks offer greater return potential with the consequence of higher risk. The results of this study recommend portfolio diversification between sharia stocks and gold, and can serve as a reference for regulators. Further research is suggested to expand the study period and variables.*

**Keywords:** Sharia Stocks, ANTAM Gold, Return, Risk, Volatility.

### ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk membandingkan kinerja investasi saham syariah dan emas ANTAM berdasarkan tingkat *return* dan *risk* selama periode 2023–2025. Metodologi yang digunakan adalah pendekatan kuantitatif dengan model penelitian deskriptif-komparatif. Data penelitian terdiri dari harga penutupan mingguan saham syariah yang termasuk dalam Indeks Saham Syariah Indonesia, yaitu AALI, ACES, dan ABMM, serta harga emas ANTAM. Pengolahan data dilakukan dengan menghitung *return* dan *risk* menggunakan standar deviasi, dilanjutkan dengan uji normalitas Jarque–Bera, uji stasioneritas Augmented Dickey–Fuller (ADF), uji *independent sample t-test*, serta analisis volatilitas menggunakan model GARCH (1,1). Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan dalam tingkat pengembalian (*return*) antara saham syariah dan emas ANTAM. Namun, saham syariah memiliki tingkat risiko dan volatilitas yang lebih tinggi dibandingkan dengan emas. Temuan ini mengindikasikan bahwasanya emas cenderung lebih stabil sebagai instrumen lindung nilai, sementara saham syariah menawarkan potensi pengembalian yang lebih besar dengan konsekuensi risiko yang lebih tinggi. Hasil penelitian ini merekomendasikan diversifikasi portofolio antara saham syariah dan emas, serta dapat menjadi acuan bagi regulator. Penelitian selanjutnya disarankan untuk memperluas periode dan variabel penelitian.

**Kata Kunci:** Saham Syariah, Emas ANTAM, *Return*, Risiko, Volatilitas.

## Pendahuluan

Perkembangan pesat digitalisasi kehidupan keuangan yang disertai dengan meningkatnya pembicaraan budaya tentang investasi etis sedang mengubah kebiasaan yang membentuk keputusan ekonomi pemuda Muslim.(Djunaidi et al., 2025) Investasi merupakan salah satu pilar penting dalam perekonomian *modern* karena berfungsi mengalokasikan dana demi memperoleh keuntungan di masa mendatang.(Akhtaruzzaman et al., 2021) Investasi didefinisikan sebagai penanaman modal pada aktivitas jangka panjang diberbagai sektor usaha yang memerlukan pengeluaran modal yang bertujuan mendapatkan suatu keuntungan.(Dewi et al., 2023) Dalam kondisi global yang semakin dinamis, investor menghadapi tantangan untuk menyeimbangkan risiko (*risk*) dan imbal hasil (*return*), terutama di tengah tekanan inflasi, perubahan kebijakan moneter, ketegangan geopolitik, serta dinamika pemulihan pascapandemi COVID-19. Kondisi tersebut mendorong investor untuk memilih instrumen yang menguntungkan, namun juga stabil, aman, dan sesuai dengan nilai etis. Berbagai model pilihan yang dimiliki oleh masyarakat untuk menginvestasikan modal mereka dalam bentuk investasi, termasuk dengan menginvestasikan modal mereka di pasar modal.(Ritonga et al., 2025)

Perkembangan investasi syariah di Indonesia menunjukkan peningkatan signifikan dalam beberapa tahun terakhir ini, terutama seiring meningkatnya literasi dan kesadaran keuangan syariah di kalangan masyarakat muslim.(Nafisah & Nisa, 2024) Perkembangan industri perbankan syariah telah berperan signifikan dalam mengukuhkan penerapan hukum Islam di sektor pasar modal. Secara definisi, pasar modal syariah merujuk pada mekanisme transaksi yang mematuhi aturan agama, di mana praktik seperti riba, judi, dan spekulasi dilarang.(Annisa et al., 2022) Dari sudut pandang syariah, investasi memberikan pemahaman mengenai batasan hukum yang diperbolehkan maupun dilarang. Pelaku usaha dapat mengadopsi pedoman syariah guna mengoptimalkan nilai dari setiap penanaman modal.(Andini et al., 2022)

Perkembangan teknologi digital juga mempermudah akses terhadap berbagai instrumen syariah, seperti saham syariah, reksa dana syariah, dan sukuk melalui *platform* daring. Indeks Saham Syariah Indonesia atau disebut ISSI diterbitkan pada pertengahan Mei tahun 2011 dengan fungsi memisahkan kategori saham syariah dari non-syariah yang sebelumnya tergabung dalam Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). ISSI telah menunjukkan perkembangan konsisten sebagai indikator utama pasar saham syariah di BEI (Bursa Efek Indonesia). Berdasarkan data Otoritas Jasa Keuangan (OJK) hingga 15 Mei 2025, aset Pasar Modal Syariah di Indonesia menunjukkan tren yang positif, ditandai oleh kenaikan ISSI sebesar 2,62 persen *year-to-date*.(Sandy, 2025)

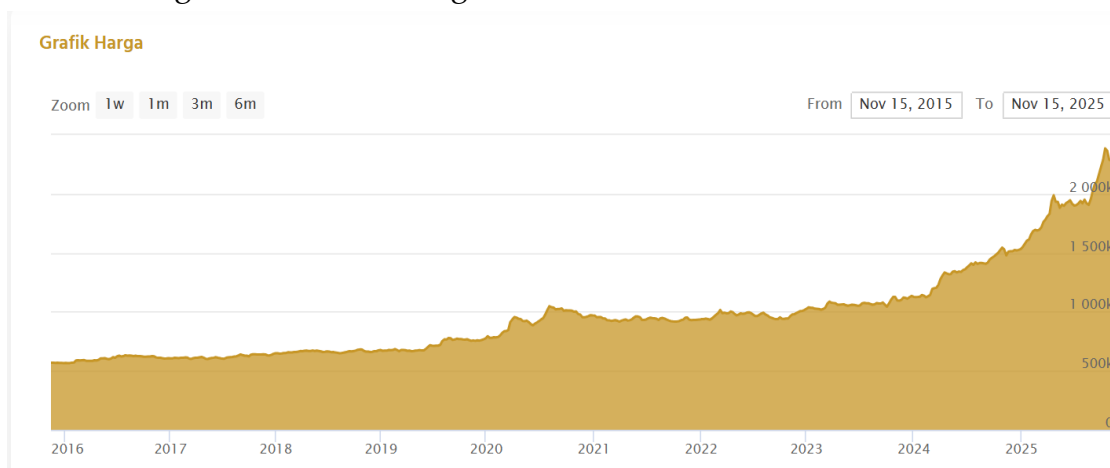
Gambar 1. Pergerakan Grafik ISSI



Sumber: Website [Tradingview.com](https://www.tradingview.com)

Berdasarkan gambar 1 perkembangan Indonesia Sharia Stock Index (ISSI) berdasarkan grafik bulanan (1M) yang diambil dari [www.tradingview.com](https://www.tradingview.com) menunjukkan tren meningkat dalam jangka panjang dengan dinamika volatilitas yang cukup jelas. Pada periode 2012–2019, ISSI bergerak dalam tren naik bertahap meskipun disertai fluktuasi siklikal. Fluktuasi siklikal adalah pola naik-turun harga atau indeks yang terjadi secara berulang dalam periode tertentu akibat dinamika siklus ekonomi atau siklus pasar. Pada tahun 2020, ISSI mengalami kontraksi tajam akibat tekanan global pandemi COVID-19, yang mencerminkan peningkatan risiko sistemik dan sentimen negatif pasar. Namun, sejak 2021 hingga akhir 2025, ISSI menunjukkan pemulihan kuat dengan tren *bullish* yang signifikan hingga mencapai level tertinggi baru pada awal 2026, sebelum mengalami koreksi (*profit taking*). Pola ini mengindikasikan bahwa ISSI memiliki karakteristik *high growth* dengan exposure terhadap *shock* eksternal, sehingga relevan untuk dianalisis dari sisi *return*, risiko, serta sensitivitas terhadap kondisi krisis.

Gambar 2. Pergerakan Grafik Harga Emas ANTAM



Sumber: Website [Logammulia.com](http://Logammulia.com)

Berdasarkan gambar 2 yang diambil dari [www.logammulia.com](http://www.logammulia.com) menunjukkan bahwa pergerakan harga emas di Indonesia selama 2015–2025 menunjukkan tren kenaikan jangka panjang yang konsisten. Pada periode awal (2015–2018), harga emas relatif stabil, kemudian mulai meningkat pada 2019 dan mencapai lonjakan pertama pada masa pandemi 2020 ketika permintaan terhadap aset *safe haven* meningkat. Setelah fase konsolidasi pada 2021–2022, kenaikan yang jauh lebih tajam terjadi sejak 2023 hingga mencapai puncaknya pada 2025.

Tren ini menunjukkan meskipun volume produksi mengalami fluktuasi yang tajam, minat masyarakat untuk membeli emas justru meningkat secara signifikan pada tahun 2025. Hal ini mungkin mencerminkan tingginya pasar minat terhadap emas yang menjadi aset lindung nilai di tengah ketidakpastian ekonomi, fluktuasi inflasi, atau ketidakstabilan geopolitik. Oleh karena itu, secara teoritis, penelitian ini merujuk pada teori *Safe Haven* menjelaskan bahwa emas berperan sebagai aset lindung nilai selama krisis ekonomi. (Salisu & Vo, 2021) Hal ini juga didukung oleh penelitian sebelumnya yang menyatakan bahwasanya emas menjadi instrumen *safe haven* yang kuat terutama dalam periode krisis, sehingga ketika saham turun tajam, emas cenderung menjaga *return* portofolio tetap lebih stabil mengurangi risiko secara keseluruhan. (Triki & Mattoug, 2021)

Sejalan dengan hal tersebut, prospek investasi emas dan saham syariah dinilai akan terus berkembang. Hal ini didukung oleh laporan Bursa Efek Indonesia yang mencatat lonjakan investor saham syariah sebesar 142% dalam kurun waktu lima tahun, dari sekitar 85.891 (2020) menjadi 207.800 orang per Oktober 2025. (IDX, 2025) Pada data penjualan emas ANTAM juga mencapai 34.164 kg (34,16 ton) dalam sembilan bulan pertama tahun 2025 yakni hingga kuartal III. (Kontan.co.id, 2026) Angka ini mencerminkan kinerja yang sangat kuat, dengan target total tahunan 2025 sempat diproyeksikan mencapai sekitar 40.031 kg hingga 45 ton. Hal ini didukung oleh penelitian Herdiyani (2021) menunjukkan bahwa investor Indonesia semakin memanfaatkan emas dan saham syariah sebagai bagian strategi investasi jangka Panjang. Akan tetapi, hal itu tidak dapat memastikan bahwa risiko dan *return* pada investasi emas serta saham syariah mempunyai tingkat signifikansi yang sama.

Beberapa penelitian sebelumnya juga menunjukkan hasil yang beragam terkait perbandingan saham syariah dan emas ditinjau dari *risk* dan *return*. Penelitian oleh Marbath & Shahib (2021) menemukan bahwa *return* saham syariah lebih tinggi dari *return* emas meskipun perbedaannya tidak signifikan, sedangkan risikonya lebih tinggi dan signifikan. Hariyani (2020) menyatakan bahwasanya tidak terdapat perbedaan signifikan antara *return* dan risiko saham syariah dan emas pada periode tertentu. Penelitian oleh Atmaja (2021) juga menunjukkan bahwa *return* saham pada JII dan ISSI tidak berbeda signifikan dengan emas, tetapi risiko pada saham JII dan ISSI lebih tinggi.

Penelitian oleh Rahmadani (2023) menunjukkan tidak ada perbedaan statistik yang berarti pada imbal hasil antara saham syariah dan emas. Akan tetapi, terdapat perbedaan yang signifikan pada tingkat risikonya. Hal yang sama dengan penelitian oleh Mubarak (2020) yang menyatakan bahwa *return* saham syariah dan emas setara, sedangkan risiko keduanya berbeda secara signifikan. Sementara itu Hasbalah (2025) menemukan bahwa emas memiliki *return* dan *risk* yang lebih rendah dibandingkan instrumen investasi lain seperti reksadana syariah. Selain itu penelitian Hakim et al., (2023) menunjukkan hasil bahwasanya para investor lebih direkomendasikan untuk berinvestasi emas ketika kondisi yang tidak stabil seperti pandemi Covid-19. Ketika kondisi seperti *New Normal*, investasi saham syariah lebih tinggi *return*-nya, tetapi juga harus mempertimbangkan tingkat risiko yang lebih tinggi.

Meskipun demikian, hasil penelitian terdahulu terkait perbandingan kinerja saham syariah dan emas masih menunjukkan temuan yang beragam. Sebagian penelitian menunjukkan bahwa saham syariah memiliki *return* lebih tinggi dibandingkan emas, namun dengan tingkat risiko yang juga lebih besar. Sementara itu, penelitian lain menunjukkan tidak adanya perbedaan signifikan antara kedua instrumen, baik dari sisi *return* maupun risiko. Perbedaan hasil ini menunjukkan adanya kesenjangan penelitian yang masih harus dikaji lebih lanjut khususnya dengan menggunakan pendekatan analisis yang lebih komprehensif (menyeluruh).

Selain itu, sebagian besar penelitian terdahulu masih menggunakan metode analisis risiko yang bersifat statis, seperti standar deviasi atau uji beda rata-rata, serta berfokus pada masa sebelum atau selama pandemi COVID-19. Sementara, kondisi pasar pada masa pascapandemi menunjukkan dinamika yang berbeda, sehingga memerlukan pendekatan analisis volatilitas yang lebih dinamis, seperti model GARCH (1,1), untuk memperoleh suatu hasil yang lebih akurat. Penelitian ini juga secara spesifik menggunakan harga emas ANTAM yang merefleksikan kondisi pasar domestik Indonesia, sehingga hasil analisis menjadi lebih relevan bagi investor syariah nasional. Dengan mengintegrasikan *Modern Portfolio Theory*, *Safe Haven Theory*, serta prinsip *al-ghunmu bil-ghurmi* dalam kerangka keuangan syariah.

Di tengah ketidakpastian pasar, masyarakat sering kali kesulitan menentukan instrumen investasi yang tepat. Maka dari itu, penelitian ini mengangkat judul '*Analisis Perbandingan Kinerja Saham Syariah dan Emas Ditinjau dari Risk dan Return Periode 2023-2025*'. Melalui judul tersebut, studi ini bertujuan menelaah apakah terdapat perbedaan kinerja *return* dan risiko antara kedua instrumen tersebut?, serta bagaimana tingkat volatilitas antara saham syariah dan emas?. Berdasarkan kondisi tersebut, urgensi penelitian ini terletak pada pentingnya analisis komparatif yang lebih mutakhir mengenai kinerja saham syariah dan emas pada periode pascapandemi. Tanpa adanya kajian yang komprehensif, investor berpotensi mengalami kesulitan dalam menentukan instrumen investasi yang optimal, sehingga dapat berdampak pada peningkatan risiko dan ketidakefisienan dalam pengelolaan portofolio. Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi secara

empiris dalam pengembangan kajian keuangan syariah serta sebagai dasar pertimbangan para investor ketika menyusun strategi investasi yang optimal, sesuai dengan prinsip syariah dan kondisi pasar yang dinamis.

## Kajian Pustaka

### Konsep Investasi, Return, dan Risiko

Investasi merupakan alokasi modal ke dalam instrumen tertentu yang bertujuan untuk memperoleh imbal hasil di masa depan. (Juwita et al., 2025) Selain mengejar keuntungan finansial, kegiatan ini juga mencakup manajemen risiko serta likuiditas dari aset yang diinvestasikan. (Maulani et al., 2025) Dalam aktivitas investasi, *return* dan risiko merupakan dua aspek utama yang tidak dapat dipisahkan, karena setiap investasi selalu mengandung ketidakpastian hasil. (Kusumaningrum et al., 2024) Risiko dapat diartikan sebagai perbedaan antara hasil yang diperoleh secara nyata dengan hasil yang diharapkan sebelumnya, sedangkan *return* merupakan tingkat keuntungan yang dihasilkan dari suatu investasi. *Return* merepresentasikan imbalan yang diterima investor atas penempatan modalnya. Dengan demikian saham syariah dan emas menjadi dua instrumen yang menarik karena memiliki karakter risiko (*risk*) dan *return* (imbal hasil) yang berbeda. Sebelum mengambil keputusan investasi, investor wajib menimbang potensi *return* sebagai indikator pengembalian tahunan. Pemahaman mengenai manfaat dan risiko merupakan prasyarat bagi calon investor. Pada akhirnya, setiap keputusan ekonomi dan keuangan haruslah didasarkan pada analisis komprehensif antara risiko dan imbalan (*risk and return*). (Harahap, 2023) Dengan demikian, keputusan berinvestasi identik dengan kesediaan menerima risiko. Sesuai prinsip *High Risk High Return* artinya semakin besar potensi imbal hasil dari suatu instrumen investasi, semakin tinggi pula tingkat risikonya. (Harahap, 2020)

### Investasi Saham Syariah

Dalam investasi saham, Islam menekankan pada instrumen yang halal, kemudahan, dan manfaat. (Silalahi, 2020) Saham syariah didefinisikan sebagai saham perusahaan yang operasional dan struktur keuangannya memenuhi prinsip-prinsip syariah tidak menjalankan aktivitas *riba* (bunga), *gharar* (ketidakpastian berlebih), dan *maysir* (spekulasi). Saham syariah sebagai salah satu instrumen investasi memiliki potensi *return* yang tinggi, namun juga disertai dengan risiko yang relatif besar. (Lestari & Erdiana, 2022) Di Indonesia, otoritas keuangan menyediakan Daftar Efek Syariah (DES) yang terdiri dari saham-saham yang telah memenuhi kriteria tersebut. Indeks saham Islam di Indonesia terdiri dari ISSI (Indeks Saham Syariah Indonesia), JII (Indeks Islam Jakarta), Indeks Islam Jakarta 70 (JII70), dan IDX-MES BUMN 17. (Ibrahim, 2025) Keberadaan DES dan ISSI semakin memperkuat proses seleksi aset agar tetap sesuai dengan prinsip syariah. (Husin et al., 2025) Dalam perspektif Islam, investasi dipandang sebagai aktivitas yang dianjurkan karena berorientasi pada pembentukan individu yang mampu memberikan kontribusi positif bagi Masyarakat. (Annisa et al., 2023) ISSI sendiri mencakup keseluruhan saham yang termasuk dalam Daftar Efek Syariah dan diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia

sehingga mencerminkan kinerja pasar saham syariah secara menyeluruh. Indeks ini sering dijadikan acuan oleh investor untuk memantau tren pergerakan instrumen syariah. Kinerja ISSI dipengaruhi oleh faktor makroekonomi, sentimen pasar, serta aktivitas pasar modal secara umum. Perkembangan ISSI yang semakin stabil mencerminkan meningkatnya kepercayaan investor terhadap instrumen berbasis syariah di Indonesia.

### Emas sebagai Instrumen Investasi

Emas diakui menjadi aset *safe haven* yang dapat menjaga nilai dari tekanan inflasi maupun ketidakstabilan ekonomi. Investasi emas digital di Indonesia semakin populer karena kemudahan akses dan kesesuaiannya dengan prinsip maqashid syariah. (A'yun, 2025) Penelitian oleh Zulfahani et al., (2023) menunjukkan bahwa investasi emas dapat meningkatkan kesejahteraan ekonomi masyarakat Indonesia, terutama melalui aksesibilitas pembiayaan yang lebih mudah. Harga emas sering bergerak berlawanan arah dengan kondisi pasar yang sedang bergejolak, sehingga menjadi pilihan investor untuk mengurangi risiko portofolio. Di Indonesia, emas batangan PT Aneka Tambang (ANTAM) menjadi salah satu instrumen emas paling banyak digunakan oleh masyarakat dikarenakan mengikuti harga pasar domestik dan mudah diperjualbelikan. Berdasarkan data Bursa Efek Indonesia, penjualan emas perusahaan tersebut mencapai 43,78 ton pada 2024, naik signifikan 67,5% dari tahun sebelumnya, dan diproyeksikan terus naik hingga 34.164 kg pada 2025. (IDX, 2025)

### Modern Portfolio Theory (MPT) dan Safe Haven Theory

*Modern Portfolio Theory* (MPT) yang digagas oleh Markowitz (1952) menggarisbawahi perlunya diversifikasi portofolio guna mendapatkan hasil keseimbangan terbaik antara risiko dan *return*. (Mahmudah et al., 2024) Berdasarkan *Modern Portfolio Theory* (MPT) kombinasi aset dengan korelasi rendah dapat menurunkan suatu risiko dari total portofolio tanpa mengurangi imbal hasil secara signifikan. Dalam kerangka ini, para investor dapat mengurangi risiko total portofolio dengan menggabungkan instrumen yang memiliki korelasi rendah, seperti saham dan emas. *Modern Portfolio Theory* (MPT) juga menjelaskan bahwa perbandingan tidak harus dilakukan pada instrumen yang sejenis, melainkan pada instrumen yang memiliki karakteristik risiko dan *return* yang berbeda untuk tujuan diversifikasi. Teori *Safe Haven* mendukung argumen bahwa emas memiliki peran penting ketika pasar mengalami ketidakstabilan. (Salisu & Vo, 2021) Instrumen *safe haven* tidak hanya menjaga nilai portofolio, tetapi juga dapat memberikan perlindungan dari fluktuasi ekstrem di pasar modal. Selain itu, dalam *safe haven theory*, emas diposisikan sebagai aset pembanding terhadap saham pada kondisi pasar yang bergejolak. Kombinasi kedua teori ini menjadi dasar analisis perbandingan kinerja antara saham syariah dan emas.

### Kajian Syariah

Dalam perspektif ekonomi Islam, kegiatan investasi bertujuan untuk menjaga, mengembangkan, dan syarat utama dalam menjaga harta (*hifz al-māl*) adalah

menggunakan instrumen yang halal dan menghindari segala bentuk riba, *gharar*, maupun *maysir*. Karena itu, setiap instrumen investasi harus memiliki nilai aset yang jelas (*underlying asset*) serta mengikuti mekanisme transaksi yang sesuai dengan ketentuan syariah. (Arifyanto, 2025) Instrumen saham syariah yang masuk kedalam Daftar Efek Syariah telah melalui proses *screening* berdasarkan aktivitas bisnis dan rasio keuangan sehingga dipandang sah menurut hukum Islam. Emas ANTAM juga merupakan instrumen investasi yang memiliki *physical underlying*, nilainya stabil dalam jangka panjang, dan bebas dari spekulasi berlebihan. Dalam konteks *maqāsid al-syarī'ah*, investasi emas mencerminkan upaya perlindungan kekayaan terutama pada kondisi ketidakpastian ekonomi. Melihat pada fatwa DSN MUI No. 77/DSN-MUI/V/2010, dijelaskan bahwa transaksi jual beli pada emas secara tunai (*spot*) dengan penyerahan langsung diperbolehkan dalam Islam. Dalam praktik tersebut, tidak terdapat unsur riba dalam pertukaran antara emas dan uang sebagaimana juga tidak terdapat riba dalam tukar-menukar uang dan barang lainnya, meskipun keduanya tidak sejenis. (Asiah, 2024) Prinsip syariah juga menekankan bahwa potensi keuntungan harus sebanding dengan risiko yang ditanggung (*al-ghunmu bi al-ghurmi*).

### Metode Penelitian

Penelitian ini menggunakan metode kuantitatif bertipe deskriptif komparatif. Pendekatan ini didasarkan pada filsafat positivisme di mana data dikumpulkan secara terukur menggunakan instrumen pada sampel populasi, kemudian dianalisis secara kuantitatif. (Sugiyono, 2020) Populasi pada penelitian ini meliputi saham yang termasuk dalam Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) selama periode Januari 2023 hingga Desember 2025. Sampel ditentukan melalui metode *purposive sampling* yaitu teknik pemilihan sampel berdasarkan kriteria spesifik yang ditetapkan oleh peneliti. Kriteria inklusi yang diterapkan meliputi saham yang secara konsisten terdaftar dalam ISSI selama periode observasi, ketersediaan data harga penutupan mingguan yang lengkap dan terpublikasi, serta status saham yang aktif diperdagangkan tanpa mengalami *delisting* sepanjang periode penelitian.

Berdasarkan kriteria seleksi yang telah ditetapkan, tiga emiten syariah terpilih sebagai sampel penelitian yaitu Astra Agro Lestari Tbk (AALI), Aspirasi Hidup Indonesia Tbk (ACES), dan ABM Investama Tbk (ABMM). Penelitian ini menggunakan data sekunder yang mencakup harga emas dan harga saham syariah. Data harga emas mingguan dalam satuan gram ANTAM diakses melalui situs resmi Logam Mulia (<https://www.logammulia.com/>), sedangkan data dari harga penutupan saham syariah mingguan dalam satuan Rupiah per lembar saham diperoleh dari Yahoo Finance (<https://finance.yahoo.com/>). Rincian variabel serta analisis uji yang dipakai pada studi ini yaitu:

1. Tingkat pengembalian (*return*) diukur menggunakan persamaan berikut:

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

Keterangan:

$R_t$  = return

$P_t$  = harga periode sekarang

$P_{t-1}$  = harga periode sebelumnya

2. Sementara itu, risiko diukur melalui standar deviasi *return* dengan rumus:

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^n (R_t - \bar{R})^2}{n - 1}}$$

Keterangan:

$\sigma$  = standar deviasi *return*

$R_t$  = *return* pada periode ke-t

$\bar{R}$  = *return* rata-rata

$n$  = jumlah periode pengamatan

Pengujian pada studi ini menggunakan uji normalitas (Jarque-Bera), uji stasioneritas (ADF), uji-t (*independent sample t-test*) bertujuan untuk melihat apakah ada perbedaan *return* dan risiko dalam berinvestasi pada saham syariah dan emas serta uji efek ARCH sebagai syarat uji Garch (1,1). Model GARCH (1,1) dipilih karena merupakan metode yang paling *parsimonious* (memadai) serta banyak digunakan dalam penelitian keuangan untuk menangkap dinamika volatilitas *return*. Model ini dinilai sesuai dengan karakteristik data *return* saham syariah dan emas ANTAM yang menunjukkan adanya efek heteroskedastisitas atau ARCH bersyarat. Pengolahan data dilakukan menggunakan *Microsoft Excel* sebagai perhitungan awal dan perangkat lunak statistik seperti *EViews* versi 12 untuk analisis lanjutan *time series* dan volatilitas.

## Hasil Dan Pembahasan

### Analisis Deskriptif

#### Tingkat Pengembalian (*Return*) Pada Saham Syariah dan Emas

Perhitungan *return* saham syariah dilakukan dengan menggunakan data harga penutupan mingguan. Berdasarkan data *return* mingguan tersebut rata-rata *return* bulanan saham syariah pada jangka periode 2023–2025 diuraikan sebagai berikut:

Tabel 1. *Return* Saham Syariah dan Emas

Periode	Return Saham Syariah	Return Emas Antam
Januari 2023	0.010392899	0.002676073
Februari 2023	-0.007919979	-0.00341325
Maret 2023	0.005598217	0.012061207
April 2023	-0.004234769	-0.003621183
Mei 2023	0.016442798	-0.004445643
Juni 2023	0.009497495	0.001207217
Juli 2023	0.023673753	0.004597598
Agustus 2023	0.011249797	0.00024887

September 2023	-0.002355185	-0.002948785
Oktober 2023	0.00573821	0.016378313
November 2023	-0.015538514	-0.003911073
Desember 2023	-0.007247422	0.004491291
Januari 2024	0.011358635	9.83284E-06
Februari 2024	0.003378747	0.000782917
Maret 2024	0.009353523	0.019807297
April 2024	0.004909252	0.013933281
Mei 2024	-0.022920265	0.002757188
Juni 2024	-0.002302598	0.004504003
Juli 2024	0.011370944	0.004880232
Agustus 2024	0.007369994	0.003990631
September 2024	0.028366054	0.008396748
Oktober 2024	-0.00842457	0.011449072
November 2024	-0.026188397	-0.002473015
Desember 2024	0.001793061	0.003334371
Januari 2025	-0.006518848	0.011857413
Februari 2025	-0.030323827	0.008982155
Maret 2025	-0.01267656	0.016617008
April 2025	0.016485154	0.026117399
Mei 2025	0.005196113	-0.008659807
Juni 2025	-0.017183359	0.001000082
Juli 2025	0.003428861	0.003533135
Agustus 2025	0.005307203	0.003328597
September 2025	0.003669568	0.025967378
Oktober 2025	0.001101818	0.012742633
November 2025	-0.008145114	0.008644032
Desember 2025	-0.007494894	-0.002031166

Sumber: Hasil olah MS. Excel, 2026

Berdasarkan hasil pengolahan data *return* bulanan selama periode Januari 2023 sampai Desember 2025, terlihat bahwa tingkat pengembalian saham syariah dan emas ANTAM menunjukkan pola fluktuasi yang berbeda. Saham syariah cenderung mengalami volatilitas yang lebih tinggi dibandingkan emas ANTAM yang tercermin dari perubahan *return* yang cukup tajam dari bulan ke bulan. Selama periode penelitian, *return* saham syariah menunjukkan nilai yang bervariasi dengan beberapa periode mengalami keuntungan dan kerugian. Pencapaian *return* tertinggi pada saham syariah tercatat pada Juli 2023 dengan nilai 0,0237, yang mengindikasikan kinerja pasar yang positif pada periode tersebut. Sebaliknya, *return* terendah dicatatkan pada Februari 2025 sebesar -0,0303, yang merefleksikan adanya tekanan pasar serta penurunan harga yang signifikan. Sementara itu, *return* emas ANTAM

selama periode penelitian menunjukkan kecenderungan yang lebih stabil. *Return* tertinggi emas ANTAM tercapai pada bulan April 2025 dengan nilai 0,0261, sedangkan *return* terendah dicatatkan pada bulan Mei 2025 sebesar -0,0087. Apabila dibandingkan dengan saham syariah, volatilitas penurunan *return* pada emas ANTAM lebih minim, yang mengindikasikan bahwa instrumen ini memiliki profil risiko yang lebih rendah.

### Tingkat Risiko (*Risk*) Pada Saham Syariah dan Emas

Dalam proses pengambilan keputusan investasi, tingkat risiko yang tercermin dari standar deviasi menjadi salah satu faktor penting yang dipertimbangkan. Berdasarkan pengolahan data mingguan, berikut disajikan ringkasan rata-rata risiko bulanan saham syariah pada rentang waktu 2023 hingga 2025:

**Tabel 2.** *Risk* Saham Syariah dan Emas

Periode	<i>Risk</i> Saham Syariah	<i>Risk</i> Emas Antam
Januari 2023	0.028648012	0.014913123
Februari 2023	0.034997036	0.002453358
Maret 2023	0.051597334	0.019028098
April 2023	0.017159046	0.017044472
Mei 2023	0.02781457	0.012353909
Juni 2023	0.03957031	0.012221762
Juli 2023	0.02843563	0.016434025
Agustus 2023	0.024826484	0.006301954
September 2023	0.021483017	0.012472732
Oktober 2023	0.024523206	0.020659309
November 2023	0.021216927	0.017782576
Desember 2023	0.024360146	0.004136265
Januari 2024	0.020939282	0.005120648
Februari 2024	0.020205871	0.017882607
Maret 2024	0.022104402	0.017494461
April 2024	0.027072037	0.023548014
Mei 2024	0.017739231	0.010312981
Juni 2024	0.018642271	0.024832589
Juli 2024	0.009219804	0.018883771
Agustus 2024	0.037685247	0.017749765
September 2024	0.048039679	0.005247118
Oktober 2024	0.039652171	0.005435998
November 2024	0.013248229	0.026869075
Desember 2024	0.027785409	0.009665859
Januari 2025	0.014903274	0.015614246
Februari 2025	0.068358852	0.019983668
Maret 2025	0.066854451	0.011516983

April 2025	0.065580235	0.015409488
Mei 2025	0.026000094	0.019529613
Juni 2025	0.019427478	0.01463473
Juli 2025	0.022907502	0.005709057
Agustus 2025	0.009932544	0.024794757
September 2025	0.015030309	0.018641077
Oktober 2025	0.036107414	0.051938979
November 2025	0.017223086	0.027969666
Desember 2025	0.025838487	0.031904166

Sumber: Hasil Olah MS. Excel, 2026

Berdasarkan hasil perhitungan risiko bulanan selama periode Januari 2023 hingga Desember 2025, terlihat bahwa tingkat risiko saham syariah dan emas ANTAM menunjukkan pola fluktuasi yang berbeda secara signifikan. Risiko saham syariah cenderung lebih tinggi dibandingkan emas pada sebagian besar periode penelitian, yang mencerminkan karakteristik saham sebagai instrumen investasi dengan volatilitas yang lebih besar. Risiko tertinggi saham syariah terjadi pada bulan Februari 2025 sebesar 0,0683, diikuti bulan Maret 2025 sebesar 0,0668 dan April 2025 sebesar 0,0656. Nilai tersebut menunjukkan bahwa pada periode tersebut saham syariah mengalami tingkat ketidakpastian yang sangat tinggi akibat fluktuasi harga yang tajam. Sebaliknya, risiko terendah saham syariah terjadi pada bulan Juli 2024 sebesar 0,0092, yang menandakan kondisi pasar yang relatif stabil. Sementara itu, risiko emas ANTAM menunjukkan tingkat fluktuasi yang lebih rendah dibandingkan saham syariah pada hampir seluruh periode. Risiko tertinggi emas terjadi pada bulan Oktober 2025 sebesar 0,0519, sedangkan risiko terendah tercatat pada Februari 2023 sebesar 0,0024. Nilai risiko emas yang relatif kecil mengindikasikan bahwa emas memiliki stabilitas harga yang lebih baik dan tidak mengalami perubahan ekstrem seperti saham syariah.

**Uji Keabsahan Data**

**Uji Normalitas**

Penelitian ini menerapkan uji Jarque–Bera untuk menguji asumsi normalitas pada *return* mingguan emas ANTAM dan portofolio saham syariah. Data dikumpulkan selama periode Januari 2023 hingga Desember 2025 dengan total 155 observasi per variabel.

**Tabel 3.** Uji Normalitas *Return* Saham Syariah dan Emas ANTAM

Date: 01/22/26 Time: 08:21		
Sample: 1/01/2023 12/28/2025		
	EMAS_ANT	SAHAM_SY
Mean	0.005591	0.000211
Median	0.006845	0.000257

Maximum	0.083261	0.078821
Minimum	-0.052716	-0.115783
Std. Dev.	0.018956	0.031011
Skewness	0.124954	-0.070647
Kurtosis	4.611191	4.138300
Jarque-Bera	17.16878	8.497167
Probability	0.000187	0.014284
Sum	0.866654	0.032633
Sum Sq. Dev.	0.055335	0.148095
Observations	155	155

Sumber: Data Sekunder Output EViews, 2026

Hasil uji Jarque–Bera pada *return* portofolio saham syariah menunjukkan nilai statistik sebesar 8,497167 dengan probabilitas 0,014284 yang lebih kecil dari tingkat signifikansi 5 % ( $\alpha = 0,05$ ). Oleh karena itu,  $H_0$  ditolak dan dapat diketahui bahwa *return* portofolio saham syariah tidak berdistribusi normal. Nilai kurtosis sebesar 4,138300 mengindikasikan adanya distribusi *return* dengan volatilitas tinggi dan potensi *extreme values*. Sementara, hasil uji Jarque–Bera emas ANTAM menunjukkan nilai statistik sebesar 17,16878 dengan probabilitas 0,000187 yang juga lebih kecil dari tingkat signifikansi 5 % ( $\alpha = 0,05$ ). Oleh karena itu,  $H_0$  yang menunjukkan bahwa data berdistribusi normal ditolak sehingga dapat disimpulkan bahwa *return* emas ANTAM tidak berdistribusi normal. Kondisi ini juga diperkuat oleh nilai kurtosis sebesar 4,611191 yang menunjukkan distribusi bersifat *leptokurtic* (ekor tebal), karakteristik yang umum pada data *return* aset keuangan.

Meskipun hasil uji normalitas menunjukkan bahwa *return* emas ANTAM dan *return* portofolio saham syariah tidak berdistribusi normal, analisis uji *independent sample t-test* tetap dapat dilakukan sebagai analisis komparatif awal terhadap perbedaan rata-rata *return* kedua instrumen investasi. Hal ini didasarkan pada pertimbangan bahwa jumlah observasi relatif besar ( $n = 155$ ), sehingga merujuk pada *Central Limit Theorem*, distribusi rata-rata suatu sampel akan cenderung mendekati distribusi normal apabila ukuran sampel cukup besar yang umumnya lebih dari 30 ( $n > 30$ ). Namun demikian, hasil uji *t* (*t-test*) dalam penelitian ini diinterpretasikan secara hati-hati, mengingat asumsi normalitas tidak sepenuhnya terpenuhi. Hasil uji *t* (*t-test*) tidak dijadikan satu-satunya dasar pengambilan kesimpulan, melainkan digunakan sebagai pelengkap yang didukung oleh analisis volatilitas menggunakan model GARCH (1,1).

### Uji Stasioneritas (ADF Test)

Kelayakan data *return* untuk analisis statistik lebih lanjut ditentukan melalui uji stasioneritas, yang bertujuan memastikan data bebas dari unit root. Sifat stasioneritas, yakni konstantanya rata-rata dan varians sepanjang waktu, berfungsi menghindari hubungan semu (*spurious regression*). Pada penelitian ini uji Augmented Dickey-

Fuller (ADF) dengan spesifikasi konstanta dan tren linear digunakan. Hipotesis yang diajukan adalah  $H_0$  yang berarti data *return* mengandung unit root (tidak stasioner) dan  $H_1$  data *return* tidak mengandung unit root (stasioner).

**Tabel 4.** Uji Stasioneritas Saham Syariah

Null Hypothesis: SAHAM_SYARIAH has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=13)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-13.97064	0.0000
Test critical values:	1% level		-4.018748	
	5% level		-3.439267	
	10% level		-3.143999	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(SAHAM_SYARIAH) Method: Least Squares Date: 01/22/26 Time: 08:39 Sample (adjusted): 1/15/2023 12/21/2025 Included observations: 154 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
SAHAM_SYARIAH(-1)	-1.124899	0.080519	-13.97064	0.0000
C	0.006862	0.005062	1.355643	0.1772
@TREND("1/01/2023")	-8.24E-05	5.62E-05	-1.467753	0.1443
R-squared	0.563835	Mean dependent var		9.30E-05
Adjusted R-squared	0.558058	S.D. dependent var		0.046389
S.E. of regression	0.030839	Akaike info criterion		-4.100800
Sum squared resid	0.143605	Schwarz criterion		-4.041639
Log likelihood	318.7616	Hannan-Quinn criter.		-4.076769
F-statistic	97.59966	Durbin-Watson stat		2.015987
Prob(F-statistic)	0.000000			

Sumber: Data Sekunder Output EViews, 2026

Hasil pengujian *Augmented Dickey-Fuller* (ADF) menunjukkan nilai sebesar -13,97064 dengan probabilitas 0,0000. Nilai tersebut lebih rendah dibandingkan nilai kritis pada tingkat signifikansi 5% ( $\alpha = 0,05$ ). Oleh karena itu,  $H_0$  ditolak dan  $H_1$  diterima sehingga dapat diketahui bahwa *return* saham syariah bersifat stasioner pada tingkat signifikansi 5%.

**Tabel 5.** Uji Stasioneritas Emas ANTAM

Null Hypothesis: EMAS_ANTAM has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=13)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-12.20052	0.0000
Test critical values:	1% level		-4.018748	
	5% level		-3.439267	
	10% level		-3.143999	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(EMAS_ANTAM) Method: Least Squares Date: 01/22/26 Time: 08:43 Sample (adjusted): 1/15/2023 12/21/2025 Included observations: 154 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EMAS_ANTAM (-1)	-1.023630	0.083901	-12.20052	0.0000
C	0.001294	0.003100	0.417308	0.6770
@TREND("1/01/20 23")	5.54E-05	3.48E-05	1.592715	0.1133
R-squared	0.496576	Mean dependent var		-0.000449
Adjusted R- squared	0.489908	S.D. dependent var		0.026534
S.E. of regression	0.018950	Akaike info criterion		-5.074687
Sum squared resid	0.054227	Schwarz criterion		-5.015526
Log likelihood	393.7509	Hannan-Quinn criter.		-5.050656
F-statistic	74.47291	Durbin-Watson stat		1.936079
Prob(F-statistic)	0.000000			

Sumber: Data Sekunder Output EViews, 2026

Berdasarkan hasil pengujian *Augmented Dickey-Fuller* (ADF) pada *return* Emas ANTAM diperoleh nilai statistik sebesar  $-12,20052$  dengan probabilitas  $0,0000$ . Nilai tersebut lebih rendah dibandingkan nilai kritis ADF pada tingkat signifikansi  $5\%$  ( $\alpha = 0,05$ ). Oleh karena itu,  $H_0$  ditolak dan  $H_1$  diterima yang menunjukkan bahwa *return* Emas ANTAM tidak mengandung unit root atau bersifat stasioner.

**Uji t (*Independent Sample t-Test*)**

**Tabel 6.** Uji *Independet Sample t-Test*

Test for Equality of Means Between Series Date: 01/24/26 Time: 12:21 Sample: 1/01/2023 12/28/2025 Included observations: 157
---

Method	df	Value	Probability	
t-test	308	1.843163	0.0663	
Satterthwaite-Welch	254.9846	1.843163	0.0665	
t-test*				
Anova F-test	(1, 308)	3.397251	0.0663	
Welch F-test*	(1, 254.985)	3.397251	0.0665	
*Test allows for unequal cell variances				
Analysis of Variance				
Source of Variation	df	Sum of Sq.	Mean Sq.	
Between	1	0.002244	0.002244	
Within	308	0.203430	0.000660	
Total	309	0.205674	0.000666	
Category Statistics				
Variable	Count	Mean	Std. Dev.	Std. Err. of Mean
EMAS_ANT	155	0.005591	0.018956	0.001523
SAHAM_SY	155	0.000211	0.031011	0.002491
All	310	0.002901	0.025799	0.001465

Sumber: Data Sekunder Output EViews, 2026

Berdasarkan hasil uji t (*t-test*) yang digunakan untuk membandingkan kinerja saham syariah dan emas, diperoleh nilai probabilitas (*p-value*) sebesar 0,0663 yang berarti lebih besar dari tingkat signifikansi 5% ( $\alpha = 0,05$ ). Oleh karena itu,  $H_0$  diterima dan  $H_1$  ditolak sehingga dapat diketahui bahwa tidak ada perbedaan *return* yang signifikan antara saham syariah dan emas selama periode penelitian yaitu mulai dari Januari 2023 hingga Desember 2025. Meskipun secara deskriptif emas menunjukkan rata-rata *return* yang lebih tinggi dibandingkan saham syariah, perbedaan tersebut tidak signifikan secara statistik. Dengan demikian, tidak dapat disimpulkan bahwa salah satu instrumen memiliki kinerja yang lebih unggul dibandingkan yang lainnya.

### Uji Efek ARCH

Uji efek ARCH digunakan untuk mengidentifikasi apakah *residual* dari model *return* memiliki varians yang konstan atau justru bersifat heteroskedastis. Hasil pengujian yang menunjukkan adanya efek ARCH pada *residual return* menandakan bahwa volatilitas berubah seiring waktu. Oleh sebab itu, model GARCH (1,1) layak digunakan untuk menganalisis volatilitas *return* secara lebih akurat. Ini adalah fungsi paling penting dalam penelitian. Jika tidak ada efek ARCH maka GARCH (1,1) tidak diperlukan. Jika ada efek ARCH maka GARCH (1,1) wajib digunakan.

**Tabel 7.** Uji efek ARCH Saham Syariah

Dependent Variable: D(SAHAM_SYARIAH) Method: ARMA Maximum Likelihood (OPG - BHHH) Date: 01/22/26 Time: 09:02				
Sample: 1/15/2023 12/21/2025 Included observations: 154				
Convergence achieved after 12 iterations				
Coefficient covariance computed using outer product of gradients				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.12E-05	0.002264	0.004953	0.9961
AR(1)	-0.516123	0.057779	-8.932647	0.0000
SIGMASQ	0.001566	0.000137	11.39184	0.0000
R-squared	0.267688	Mean dependent var		9.30E-05
Adjusted R-squared	0.257988	S.D. dependent var		0.046389
S.E. of regression	0.039959	Akaike info criterion		-3.580602
Sum squared resid	0.241111	Schwarz criterion		-3.521441
Log likelihood	278.7064	Hannan-Quinn criter.		-3.556571
F-statistic	27.59808	Durbin-Watson stat		2.456733
Prob(F-statistic)	0.000000			
Inverted AR Roots	-0.52			

Sumber: Data Sekunder Output EViews, 2026

Hasil estimasi model AR(1) terhadap *return* saham syariah menunjukkan nilai Prob(F-statistic) sebesar 0,0000, artinya nilai ini berada di bawah batas signifikansi 5%. Dengan demikian  $H_0$  yang menyatakan tidak terdapat efek ARCH ditolak dan  $H_1$  diterima. Hasil tersebut menyatakan bahwasanya terdapat efek ARCH pada *return* saham syariah, yang mengindikasikan adanya volatilitas yang berubah-ubah dari waktu ke waktu (*volatility clustering*). Kondisi ini menunjukkan bahwa pergerakan *return* saham syariah tidak terjadi secara acak, tetapi dipengaruhi oleh pola volatilitas pada periode sebelumnya.

**Tabel 8.** Uji efek ARCH Emas ANTAM

Dependent Variable: D(EMAS_ANTAM)				
Method: ARMA Maximum Likelihood (OPG - BHHH) Date: 01/22/26 Time: 09:12				
Sample: 1/15/2023 12/21/2025 Included observations: 154				
Convergence achieved after 11 iterations				
Coefficient covariance computed using outer product of gradients				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.

C	-0.000275	0.001359	-0.202163	0.8401
AR(1)	-0.471219	0.063397	-7.432854	0.0000
SIGMASQ	0.000548	4.82E-05	11.38281	0.0000
R-squared	0.216111	Mean dependent var		-0.000449
Adjusted R-squared	0.205729	S.D. dependent var		0.026534
S.E. of regression	0.023647	Akaike info criterion		-4.630223
Sum squared resid	0.084438	Schwarz criterion		-4.571062
Log likelihood	359.5272	Hannan-Quinn criter.		-4.606192
F-statistic	20.81470	Durbin-Watson stat		2.228232
Prob(F-statistic)	0.000000			
Inverted AR Roots	-.47			

Sumber: Data Sekunder Output EViews, 2026

Berdasarkan hasil estimasi model AR(1) pada *return* emas ANTAM diperoleh nilai Prob(F-statistic) sebesar 0,0000, artinya nilai tersebut berada di bawah tingkat signifikansi 5% ( $\alpha = 0,05$ ). Oleh karena itu,  $H_0$  yang menyatakan tidak adanya efek ARCH ditolak dan  $H_1$  diterima. Temuan ini mengindikasikan bahwa terdapat efek ARCH pada *return* emas ANTAM, yang mengindikasikan adanya volatilitas yang berubah-ubah dari waktu ke waktu (*volatility clustering*). Kondisi ini mencerminkan bahwa fluktuasi *return* emas ANTAM juga tidak bersifat acak, melainkan dipengaruhi oleh volatilitas pada periode sebelumnya. Berdasarkan adanya efek ARCH pada *return* saham syariah dan emas ANTAM, maka analisis selanjutnya dilanjutkan menggunakan model GARCH (1,1) untuk mengestimasi volatilitas *return*.

**Uji GARCH (1,1)**

**Tabel 9.** Uji Garch (1,1) Saham Syariah

Dependent Variable: D(SAHAM_SYARIAH)				
Method: ML ARCH - Normal distribution (OPG - BHHH / Marquardt steps) Date: 01/22/26 Time: 09:22				
Sample (adjusted): 1/22/2023 12/21/2025 Included observations: 153 after adjustments				
Failure to improve likelihood (non-zero gradients) after 16 iterations Coefficient covariance computed using outer product of gradients Presample variance: backcast (parameter = 0.7)				
GARCH = C(3) + C(4)*RESID(-1)^2 + C(5)*GARCH(-1)				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	0.001097	0.006515	0.168443	0.8662
AR(1)	-0.389223	0.177133	-2.197350	0.0280
Variance Equation				

C	0.001388	0.003087	0.449661	0.6530
RESID(-1)^2	0.150000	0.253555	0.591588	0.5541
GARCH(-1)	0.598536	0.828196	0.722698	0.4699
R-squared	0.250284	Mean dependent var	-0.000232	
Adjusted R-squared	0.245319	S.D. dependent var	0.046365	
S.E. of regression	0.040278	Akaike info criterion	-3.247989	
Sum squared resid	0.244971	Schwarz criterion	-3.148955	
Log likelihood	253.4712	Hannan-Quinn criter.	-3.207760	
Durbin-Watson stat	2.618921			
Inverted AR Roots	-.39			

Sumber: Data Sekunder Output EViews, 2026

Hasil pengujian model GARCH (1,1) menunjukkan bahwa konstanta (C) pada *return* saham syariah memiliki koefisien sebesar 0,001097 dengan nilai probabilitas 0,8662 ( $> 0,05$ ). Hal ini menandakan bahwasanya rata-rata *return* saham syariah tidak signifikan secara statistik, sehingga tidak terdapat kecenderungan *return* yang konsisten, baik positif maupun negatif, selama periode penelitian. Sementara itu, koefisien AR(1) sebesar  $-0,389223$  dan signifikan pada tingkat signifikansi 5% dengan nilai probabilitas 0,0280 ( $< 0,05$ ). Tanda negatif ini menunjukkan adanya pola *mean reversion*, di mana *return* saham syariah pada periode sebelumnya cenderung diikuti oleh pergerakan *return* yang berlawanan pada periode berikutnya. Temuan ini menunjukkan bahwa *return* saham syariah memiliki ketergantungan jangka pendek.

Pada persamaan varians, koefisien RESID(-1)<sup>2</sup> (ARCH) sebesar 0,150000 dengan nilai probabilitas 0,5541 ( $> 0,05$ ) menunjukkan bahwasanya guncangan volatilitas jangka pendek tidak berpengaruh signifikan terhadap volatilitas *return* saham syariah. Sementara itu, koefisien GARCH(-1) sebesar 0,598536 dengan nilai probabilitas 0,4699 ( $> 0,05$ ) mengindikasikan bahwa volatilitas pada periode sebelumnya juga tidak memberikan pengaruh yang signifikan terhadap volatilitas saat ini. Namun demikian, nilai  $\alpha + \beta = 0,150000 + 0,598536 = 0,748536$  ( $< 1$ ) menunjukkan bahwa volatilitas *return* saham syariah bersifat persisten tetapi tetap stabil, sehingga *shock* volatilitas akan memudar dalam jangka panjang.

**Tabel 10.** Uji Garch (1,1) Emas ANTAM

Dependent Variable: D(EMAS_ANTAM)				
Method: ML ARCH - Normal distribution (OPG - BHHH / Marquardt steps) Date: 01/22/26 Time: 09:21				
Sample (adjusted): 1/22/2023 12/21/2025 Included observations: 153 after adjustments				
Failure to improve likelihood (non-zero gradients) after 16 iterations Coefficient covariance computed using outer product of gradients Presample variance: backcast (parameter = 0.7)				
GARCH = C(3) + C(4)*RESID(-1)^2 + C(5)*GARCH(-1)				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-0.000583	0.003504	-0.166319	0.8679
AR(1)	-0.350643	0.197906	-1.771763	0.0764
Variance Equation				
C	0.000456	0.000610	0.747329	0.4549
RESID(-1)^2	0.150000	0.195124	0.768743	0.4420
GARCH(-1)	0.599596	0.494260	1.213118	0.2251
R-squared	0.201493	Mean dependent var		-0.000305
Adjusted R-squared	0.196205	S.D. dependent var		0.026560
S.E. of regression	0.023813	Akaike info criterion		-4.334827
Sum squared resid	0.085624	Schwarz criterion		-4.235793
Log likelihood	336.6142	Hannan-Quinn criter.		-4.294597
Durbin-Watson stat	2.407324			
Inverted AR Roots	-.35			

Sumber: Data Sekunder Output EViews, 2026

Berdasarkan hasil konstanta (C) pada model *return* emas ANTAM diperoleh nilai sebesar  $-0,000583$  dengan nilai probabilitas  $0,8679$ . Dikarenakan nilai probabilitas tersebut melebihi  $0,05$ , maka rata-rata *return* emas ANTAM dinyatakan tidak signifikan secara statistik. Selanjutnya, koefisien AR(1) sebesar  $-0,350643$  ( $p = 0,0764$ ) juga menunjukkan ketidaksigifikanan, yang mengindikasikan tidak adanya ketergantungan jangka pendek. Hal ini menyiratkan bahwa fluktuasi *return* emas ANTAM bersifat lebih acak (random) apabila dibandingkan dengan saham syariah. Uji ARCH pada koefisien  $RESID(-1)^2$  menghasilkan nilai  $0,150000$  dengan probabilitas  $0,4420$ , yang menegaskan bahwa guncangan volatilitas jangka pendek tidak memberikan dampak signifikan terhadap volatilitas *return* emas ANTAM.

Hasil pengujian menunjukkan bahwa volatilitas historis tidak secara signifikan memengaruhi volatilitas saat ini, ditunjukkan oleh nilai probabilitas GARCH(-1)

sebesar 0,2251 ( $> 0,05$ ) pada koefisien 0,599596. Namun, nilai  $\alpha + \beta = 0,150000 + 0,599596 = 0,749596 (< 1)$  mengindikasikan bahwa volatilitas emas ANTAM bersifat persisten namun stabil, sehingga guncangan volatilitas tidak bersifat permanen. Meskipun koefisien ARCH dan GARCH tidak signifikan secara individual, nilai jumlah koefisien yang berada di bawah satu menunjukkan bahwa volatilitas *return* bersifat persisten namun stabil, sehingga model GARCH (1,1) tetap relevan dalam menggambarkan dinamika volatilitas pada instrumen yang diteliti.

### Perbandingan Antara Saham Syariah Dan Emas Ditinjau Dari Risk Dan Return Periode 2023 – 2025

Analisis terhadap *return* bulanan menunjukkan bahwa pada beberapa periode tertentu, saham syariah menghasilkan rata-rata *return* yang lebih tinggi dibandingkan emas ANTAM, meskipun diiringi tingkat volatilitas yang lebih besar. Namun demikian, hasil uji *independent sample t-test* memperlihatkan nilai probabilitas 0,0663 yang berarti nilai tersebut berada di atas tingkat signifikansi 5% (0,05). Temuan ini menegaskan bahwa tidak terdapat perbedaan imbal hasil (*return*) yang signifikan secara statistik antara saham syariah dan emas ANTAM selama periode pengamatan. Namun temuan ini sejalan dengan teori *high return-high risk* yang menyatakan bahwa instrumen dengan potensi *return* lebih tinggi umumnya disertai risiko yang lebih besar. Meskipun saham syariah secara deskriptif menunjukkan potensi *return* yang lebih tinggi, perbedaannya tidak cukup kuat secara statistik untuk menyimpulkan keunggulan kinerja *return* dibandingkan emas. Oleh karena itu, analisis selanjutnya seperti perhitungan risiko dan volatilitas dilakukan.

Hasil pengukuran risiko menggunakan standar deviasi menunjukkan bahwa risiko saham syariah secara konsisten lebih tinggi dibandingkan emas ANTAM pada sebagian besar periode pengamatan. Saham syariah mengalami lonjakan risiko yang cukup besar pada awal tahun 2025, sedangkan emas ANTAM menunjukkan fluktuasi risiko yang relatif lebih kecil dan stabil. Temuan ini memperkuat karakteristik saham sebagai instrumen *high risk-high return*, sementara emas berperan sebagai instrumen *low risk*. Hasil ini mendukung *Safe Haven Theory*, yang menyatakan bahwa emas cenderung memberikan perlindungan nilai pada saat terjadi ketidakpastian ekonomi dan volatilitas pasar saham. Dengan demikian, emas ANTAM dapat berperan sebagai instrumen lindung nilai atau *safe haven* yang efektif dalam pasar keuangan Indonesia.

Uji ARCH menunjukkan adanya heteroskedastisitas dan *volatility clustering* pada *return* saham syariah dan emas ANTAM, sehingga penggunaan model GARCH (1,1) dinilai tepat untuk menganalisis dinamika volatilitas. Estimasi GARCH (1,1) menunjukkan bahwa baik saham syariah maupun emas ANTAM memiliki nilai  $\alpha + \beta < 1$ , yang mengindikasikan bahwa volatilitas kedua instrumen bersifat persisten namun stabil. Pada saham syariah, koefisien AR(1) yang signifikan dan bernilai negatif menunjukkan adanya *mean reversion*, di mana fluktuasi *return* jangka pendek cenderung kembali ke nilai rata-ratanya. Hal ini mencerminkan bahwa meskipun saham syariah mengalami volatilitas yang lebih tinggi, guncangan volatilitas tersebut

tidak bersifat permanen. Sebaliknya, pada emas ANTAM, koefisien AR(1) tidak signifikan, yang menunjukkan bahwa pergerakan *return* emas relatif lebih acak dan stabil. Hasil ini selaras dengan *Modern Portfolio Theory* (MPT) yang menekankan pentingnya diversifikasi aset dengan karakteristik volatilitas yang berbeda. Secara ekonomi, kondisi ini mengindikasikan bahwa pasar saham syariah dan pasar emas domestik Indonesia memiliki mekanisme penyesuaian yang relatif baik terhadap *shock* eksternal. Stabilitas volatilitas ini mencerminkan bahwa kedua instrumen tetap layak digunakan sebagai bagian dari strategi diversifikasi portofolio jangka menengah hingga panjang, khususnya bagi investor yang mengedepankan prinsip kehati-hatian dan kepatuhan syariah.

Berdasarkan hasil analisis, penelitian ini telah menunjukkan kebaruan dalam beberapa aspek. *Pertama*, penelitian ini memberikan bukti empiris terbaru pada periode pascapandemi 2023–2025 yang menunjukkan bahwa meskipun saham syariah mempunyai rata-rata *return* yang lebih besar secara deskriptif, perbedaannya tidak signifikan secara statistik dibandingkan emas ANTAM, sehingga menegaskan adanya *trade-off* antara *return* dan risiko dalam konteks pasar terkini. *Kedua*, penerapan model GARCH (1,1) dalam penelitian ini mampu mengungkap dinamika volatilitas yang lebih kompleks, seperti adanya *volatility clustering* dan *mean reversion* pada saham syariah, yang belum teridentifikasi melalui pendekatan risiko statis pada penelitian sebelumnya. *Ketiga*, penggunaan data emas ANTAM sebagai representasi pasar domestik memberikan sudut pandang yang lebih relevan bagi investor di Indonesia, khususnya dalam konteks investasi syariah. Maka dari itu, penelitian ini tidak hanya menambah literatur mengenai perbandingan saham syariah dan emas, tetapi juga menawarkan implikasi praktis dalam penyusunan strategi diversifikasi portofolio yang lebih responsif terhadap dinamika pasar.

## Kesimpulan

Berdasarkan keseluruhan hasil pengujian dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan *return* yang signifikan antara saham syariah dan emas ANTAM, namun terdapat perbedaan yang jelas pada tingkat risiko dan karakteristik volatilitasnya. Saham syariah cenderung menghasilkan *return* yang lebih berfluktuasi dengan tingkat risiko yang lebih tinggi, sedangkan emas ANTAM menunjukkan *return* yang relatif stabil dengan *risk* yang lebih rendah. Demikian, rumusan masalah dalam studi ini telah terjawab secara empiris. Temuan tersebut konsisten dengan teori portofolio *modern*, teori *Safe Haven* serta prinsip investasi syariah *al-ghunmu bil-ghurmi*, yang menegaskan bahwa potensi keuntungan yang lebih tinggi akan diiringi oleh risiko yang lebih besar (*high return high risk*). Dengan demikian, hasil ini dapat menjadi landasan bagi investor syariah khususnya investor syariah dalam menentukan pilihan instrumen investasi yang menguntungkan dan meminimalkan kerugian serta dapat menyusun strategi diversifikasi portofolio investasi yang sesuai dengan prinsip syariah.

### Saran

Berdasarkan temuan penelitian, investor syariah dianjurkan untuk tidak terpaku pada satu jenis instrumen saja, tetapi menerapkan strategi diversifikasi portofolio dengan menggabungkan saham syariah dan emas guna mengoptimalkan hasil investasi. Di sisi lain, bagi regulator dan pemangku kebijakan, hasil ini dapat dijadikan acuan dalam merumuskan kebijakan yang mampu mendorong perkembangan instrumen investasi syariah yang lebih stabil, inklusif, dan responsif terhadap perubahan pasar keuangan. Untuk peneliti selanjutnya, disarankan memperluas periode penelitian agar dapat merefleksikan dinamika pasar dalam kurun waktu yang lebih panjang. Selain itu, penambahan jumlah sampel atau perbandingan dengan instrumen investasi syariah lainnya juga penting untuk menghasilkan analisis yang lebih komprehensif. Penggunaan metode analisis volatilitas yang lebih canggih maupun pendekatan ekonometrika lainnya turut dianjurkan guna memperdalam pemahaman terkait perilaku risiko dan *return* dalam pasar keuangan syariah.

### Daftar Pustaka

- A'yun, I. (2025). Investasi Emas Digital di Indonesia ; Tinjauan Sistemik Maqashid Syariah. *JIOSE: Jurnal of Indonesian Sharia Economics*, 4(2), 203–220.
- Akhtaruzzaman, M., Boubaker, S., Lucey, B. M., & Sensoy, A. (2021). Is gold a hedge or a safe-haven asset in the COVID–19 crisis? *Economic Modelling*, 102, 105588. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2021.105588>
- Andini, R. D., Nur, L., Savitri, D., Fadhillah, N., & Nasution, J. (2022). Analisis Peranan Investasi Syariah Terhadap Pertumbuhan Ekonomi Sumatera Utara. *Jurnal Manajemen Riset Inovasi*, 1(1), 38–46. <https://doi.org/10.55606/mri.v1i1.628>
- Annisa, S., Hartarto, I., Damanik, S. N., & Hasibuan, R. R. A. (2022). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Tingginya Minat Mahasiswa Berinvestasi di Pasar Modal. *Jurnal Kajian Ekonomi Dan Bisnis Islam*, 5(2), 1858–1974. <https://doi.org/10.59188/jcs.v4i6.3370>
- Annisa, S., Soemitra, A., & Harahap, M. I. (2023). Pengaruh Modal Minimum, Pemahaman Investasi, Return, Risiko dan Motivasi Terhadap Minat Mahasiswa Berinvestasi di Pasar Modal Syariah. *Jurnal Manajemen Akuntansi (JUMSI)*, 3(1), 344–354. <https://doi.org/10.36987/jumsi.v3i1.4031>
- Arifyanto, G. T. (2025). Maqashid Syariah sebagai Kerangka Konseptual dalam Ekonomi dan Keuangan Islam Kontemporer. *Al-Waqfu: Jurnal Hukum Ekonomi Dan Wakaf*, 3(01), 01–15.
- Asiah, N. (2024). The Relevance Of Gold Investment From The Perspective Of Sharia

Economic Law ( Study Of Dsn Fatwa Number : 77 / Dsn-Mui / V / 2010 ). *Journal of Islamic and Law Studies*, 8(2), 281–300.

Atmaja, M. A. D. (2021). *Analisis Perbandingan Risiko Dan Return Investasi Pada Saham Syariah Dengan Emas Pada Masa Pandemi Covid-19*. Universitas Islam Negeri Sunan Kalijaga Yogyakarta.

Dewi, R., Imsar, & Tambunan, K. (2023). Pengaruh Ekonomi Digital, Investasi dan Dana Zakat Infak Sedekah Terhadap Pertumbuhan Ekonomi di Indonesia. *JIEP: Jurnal Ilmu Ekonomi Dan Pembangunan*, 6(1), 315–326.

Djunaidi, Z. H., Imsar, & Anggraini, T. (2025). The Influence of Lifestyle and Financial Planning on Islamic Stock Investment Decisions in a Digitally Mediated Environment. *Journal of Social Commerce*, 5(1), 115–135.

Hakim, L., Sutrisno, B., Fahmi, M., & Kinasih, D. H. P. (2023). Perbandingan investasi emas dan saham syariah: risiko dan keuntungan saat pandemi covid-19 dan new normal. *Taraadin*, 3(2), 13–25.

Harahap, M. I. (2020). *Pasar Uang Dan Pasar Modal Syariah* (Vol. 9, Issue 6).

Harahap, M. I. (2023). *Manajemen Investasi dan Portofolio*. FEBI UINSU-PRESS.

Hariyani, V. (2020). *Analisis Perbandingan Return dan Risiko Investasi pada Saham Syariah dan Emas Di Indonesia*. Universitas Islam Riau.

Hasbalah, F. Z. (2025). *Analisis Risk Dan Return Pada Instrumen Investasi Emas Dan Reksadana Syariah Periode 2018-2022*. Universitas Gunadarma.

Herdiyani, R. P. (2021). *Analisis Perbandingan Kinerja Investasi Saham Dan Investasi Emas (Studi pada Indeks Harga Saham Gabungan Periode 2015 – 2020)*. Universitas Muhammadiyah Yogyakarta.

Husin, M. A. R., Pratama, T. S., Ifsya, R., & Maulidya, R. (2025). Hukum Investasi Dalam Islam. *Jurnal Inovasi Hukum*, 6(3). <https://ejournals.com/ojs/index.php/jih>

Ibrahim, M. Y. (2025). The Effect Of Real Business Cycle On Islamic Capital Market Resilience In Indonesia. *IJIEF: International Journal Of Islamic Economics And Finance*, 8(1), 86.

IDX. (2025a). *ANTM catat rekor penjualan emas tertinggi pada 2024*. retrieved from [https://www.idx.co.id/StaticData/NewsAndAnnouncement/ANNOUNCEMENTSTOCK/From\\_EREP/202501/fd8c609ab2\\_9b0349aab9.pdf](https://www.idx.co.id/StaticData/NewsAndAnnouncement/ANNOUNCEMENTSTOCK/From_EREP/202501/fd8c609ab2_9b0349aab9.pdf) diakses pada tanggal 27 January 2026

IDX. (2025b). *Medan Sharia Investor City 2025, Upaya BEI Tingkatkan Jumlah Investor Syariah*. retrieved from <https://www.idx.co.id/id/berita/siaran-pers/2502> diakses pada tanggal 27 January 2026

Juwita, S. R., Indrayono, Y., & Syafaat, F. (2025). Analisis perbandingan tingkat pengembalian (return) dan tingkat risiko (risk) antara saham syariah dengan saham konvensional. *NAMARA: Jurnal Manajemen Pratama*, 2(2).

Kontan.co.id. (2026). *Penjualan Emas Antam (ANTM) Capai 34.164 Kg Hingga Kuartal III-2025*. retrieved from <https://industri.kontan.co.id/news/penjualan-emas-antam-antm-capai-34164-kg-hingga-kuartal-iii-2025> diakses pada tanggal 27 January 2026

Kusumaningrum, N., Gustirina, S., & Andini, Y. (2024). Analisis Return dan Risiko Pada Investasi Syariah. *Jurnal Ilmu Ekonomi Dan Keuangan Syariah*, 6(1), 104. <https://doi.org/https://doi.org/10.32670/ecoiqtishodi.v6i1.4475>

Lestari, L., & Erdiana, A. (2022). Analisis Return dan Risiko Portofolio pada Saham Syariah (Studi Empiris Saham Sektor Pertanian di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Ekonomi Efektif*, 5(1), 31. <https://doi.org/https://doi.org/10.32493/JEE.v5i1.23944>

Mahmudah, S., Rini, W. L., & Majid, A. M. (2024). The Role of Portfolio Theory in Risk Management and Investment Decision Making. *Magister : Manajemen Strategis Dan Terapan*, 1(1), 30–36. <https://ejournal.itbwigalumajang.ac.id/index.php/mgt>

Marbath, S. M., & Shahib, S. (2021). Studi perbandingan tingkat return dan risk antara investasi emas dan saham syariah. *Proceeding of National Conference on Accounting & Finance*, 3, 42–55.

Maulani, S. S., Rahayu, S. P., Nurkomala, S. S., & Djuanda, G. (2025). *Risk & Return Investasi Obligasi Dan Reksadana Pada Aplikasi Bibit*. CV Tahta Media Group.

Mubarok, A. (2020). *Analisis Perbandingan Return dan Risk antara Investasi Saham Syariah dan Investasi Emas Periode 2015-2019*. Institut Agama Islam Negeri (IAIN) Samarinda.

Nafisah, A., & Nisa, F. L. (2024). Eksplorasi Perkembangan Produk Investasi Syariah Di Perbankan Indonesia. *JIEEM: Journal Of Islamic Education Management*, 2(6), 787–800.

Rahmadani, M. K. (2023). *Analisis Perbandingan Return And Risk Antara Pada Investasi Saham Syariah Dengan Investasi Emas Periode Tahun 2017 – 2021 Di Indonesia*. Universitas Islam Negeri Walisongo Semarang.

- Ritonga, A. Y. A., Imsar, & Harahap, M. I. (2025). Determinants of the Indonesian Sharia Stock Index Using the Vector Error Correction Model (VECM) Approach. ... *Accounting Review (AMAR)*, 5(1), 680–693. <https://doi.org/10.37531/amar.v5i1.2733>
- Salisu, A. A. X. V., & Vo, L. I. A. (2021). Hedging oil price risk with gold during the COVID-19 pandemic. *Energy Economics*, 70, 101897. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.resourpol.2020.101897>
- Sandy, K. F. (2025). *Indeks Saham Syariah Tumbuh 2,62 Persen hingga 15 Mei 2025*. retrieved from <https://www.idxchannel.com/syariah/indeks-saham-syariah-tumbuh-262-persen-hingga-15-mei-2025> diakses pada tanggal 27 January 2026
- Silalahi, P. R. (2020). *Perilaku Investor Muslim Dalam Pengambilan Keputusan Investasi Saham Di Bursa Efek Indonesia (BEI)*. Universitas Islam Negeri Sumatera Utara.
- Sugiyono. (2020). *Metode penelitian kuantitatif, kualitatif dan R&D*. Alfabeta.
- Triki, M. B., & Mattoug, A. Ben. (2021). The GOLD market as a safe haven against the stock market uncertainty: Evidence from geopolitical risk. *Resources Policy*, 7, 101872. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.resourpol.2020.101872>
- Zulfahani, Marliyah, & Yanti, N. (2023). Pengaruh Harga Emas Dunia, Jumlah Uang Beredar, Inflasi, dan Zakat terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). *JIEP: Jurnal Ilmu Ekonomi Dan Pembangunan*, 6(2), 2746–3249.