



Perbandingan Kinerja Portofolio Berbasis ESG dan Non-ESG di Bursa Efek Indonesia

Dody Firman

Program Manajemen, Universitas Muhammadiyah Sumatera Utara, Indonesia

ARTICLE INFO

Article history:

Received: 2022,10-15

Revised 2022, 10-22

Accepted, 2022,10-27

Keywords:

ESG, portofolio, return, risiko, investasi berkelanjutan, Bursa Efek Indonesia.

ABSTRACT

Penelitian ini bertujuan untuk membandingkan kinerja portofolio saham berbasis Environmental, Social, and Governance (ESG) dengan portofolio non-ESG di Bursa Efek Indonesia selama periode 2019 hingga 2021. Metode yang digunakan adalah pendekatan kuantitatif dengan teknik analisis kinerja portofolio seperti Sharpe Ratio, Treynor Ratio, Jensen's Alpha, dan pengukuran beta untuk mengukur risiko sistematis. Hasil penelitian menunjukkan bahwa portofolio ESG memiliki kinerja yang lebih unggul dibandingkan portofolio non-ESG, baik dari sisi imbal hasil maupun efisiensi risiko. Portofolio ESG memiliki nilai beta yang lebih rendah, mencerminkan volatilitas yang lebih stabil terhadap fluktuasi pasar. Selain itu, nilai Jensen's Alpha yang positif pada portofolio ESG menunjukkan kelebihan imbal hasil di atas ekspektasi berdasarkan risiko pasar. Temuan ini mengindikasikan bahwa faktor keberlanjutan memberikan kontribusi positif terhadap kinerja keuangan. Penelitian ini memberikan implikasi bahwa investasi berbasis ESG tidak hanya layak dari sudut pandang etis, tetapi juga menawarkan keuntungan finansial yang kompetitif. Keterbatasan penelitian ini terletak pada cakupan waktu yang terbatas pada tiga tahun dan belum memasukkan faktor eksternal global secara menyeluruh. Rekomendasi ditujukan bagi investor, pengelola dana, dan regulator untuk mempertimbangkan integrasi ESG dalam kebijakan dan strategi investasi guna mendorong pasar modal yang berkelanjutan di Indonesia.

This is an open access article under the [CC BY-SA](#) license



Corresponding Author:

Dody Firman

Program Manajemen, Universitas Muhammadiyah Sumatera Utara, Indonesia

Email: dodyfirman@umsu.ac.id

Pendahuluan

Dalam dekade terakhir, perhatian terhadap keberlanjutan dan tanggung jawab sosial dalam investasi semakin meningkat. Investor tidak lagi semata-mata fokus pada keuntungan finansial, tetapi mulai mempertimbangkan faktor lingkungan (Environmental), sosial (Social), dan tata kelola (Governance), yang dikenal dengan istilah ESG. Perubahan ini mencerminkan transformasi preferensi investor yang kian sadar akan dampak jangka panjang investasi terhadap dunia usaha dan masyarakat luas. ESG telah menjadi indikator penting dalam pengambilan keputusan investasi global, termasuk di pasar negara berkembang seperti Indonesia. Bursa Efek Indonesia (BEI) telah merespons tren ini dengan meluncurkan indeks ESG Leaders yang menampung perusahaan-perusahaan dengan praktik ESG terbaik. Namun, di tengah tren keberlanjutan ini, masih muncul pertanyaan mendasar tentang apakah investasi berbasis ESG benar-benar memberikan kinerja yang lebih baik dibandingkan portofolio konvensional yang tidak mempertimbangkan aspek ESG.

Permasalahan yang sering muncul dalam literatur dan praktik pasar modal adalah adanya kekhawatiran bahwa investasi pada perusahaan yang memperhatikan ESG dapat mengorbankan profitabilitas. Beberapa investor masih berpandangan bahwa perusahaan yang berfokus pada keberlanjutan cenderung mengalokasikan sumber daya untuk inisiatif non-finansial, yang berpotensi menurunkan laba. Hal ini memunculkan dualisme pendekatan: antara profit-seeking dan responsible investing. Di sisi lain, berbagai studi internasional telah menunjukkan bahwa perusahaan dengan skor ESG tinggi justru memiliki risiko yang lebih rendah dan memberikan imbal hasil yang kompetitif



atau bahkan lebih tinggi. Penelitian oleh Friede, Busch, dan Bassen (2015) yang mengulas lebih dari 2.000 studi empiris menunjukkan bahwa sekitar 90% dari penelitian tersebut menemukan hubungan positif atau netral antara kinerja ESG dan kinerja keuangan. Namun, generalisasi hasil tersebut ke konteks pasar Indonesia masih membutuhkan pembuktian lebih lanjut.

Riset-riset sebelumnya di Indonesia mengenai ESG cenderung berfokus pada analisis pengaruh skor ESG terhadap nilai perusahaan atau reaksi pasar terhadap pengungkapan ESG. Misalnya, penelitian oleh Yuliana dan Purwaningsih (2021) menunjukkan bahwa pengungkapan ESG memiliki hubungan positif terhadap nilai perusahaan di sektor manufaktur. Namun, studi tersebut belum menguji performa portofolio secara langsung. Di sisi lain, riset mengenai portofolio umumnya hanya memisahkan antara saham blue chip dan non-blue chip, atau berdasarkan sektor industri. Penelitian Putri dan Nugroho (2020) hanya mengkaji return saham sektor konsumsi selama pandemi, tanpa mempertimbangkan aspek ESG. Oleh karena itu, masih terdapat kesenjangan literatur terkait perbandingan kinerja portofolio berbasis ESG dan portofolio non-ESG secara komprehensif di pasar modal Indonesia.

Riset ini berupaya mengisi gap tersebut dengan membandingkan kinerja portofolio ESG dan non-ESG di Bursa Efek Indonesia berdasarkan metrik performa seperti Sharpe ratio, Treynor ratio, dan Jensen's alpha. Dengan demikian, penelitian ini tidak hanya menilai return absolut, tetapi juga memperhitungkan risiko yang dihadapi investor. Sebagian besar studi terdahulu hanya membandingkan return tanpa menyesuaikan dengan risiko sistematis dan total. Selain itu, periode pengamatan dalam penelitian ini mencakup masa setelah pandemi COVID-19, sehingga dapat memberikan gambaran yang lebih relevan mengenai ketahanan portofolio ESG terhadap tekanan pasar yang ekstrim.

Keunikan lain dari penelitian ini adalah pemisahan eksplisit antara portofolio ESG dan non-ESG menggunakan data indeks resmi dari BEI. Portofolio ESG disusun dari konstituen indeks IDX ESG Leaders, sedangkan portofolio non-ESG terdiri dari saham-saham yang tidak termasuk dalam indeks tersebut, tetapi memiliki kapitalisasi pasar yang sebanding. Dengan pendekatan ini, peneliti dapat mengisolasi variabel ESG dari faktor-faktor lain seperti ukuran perusahaan (size) dan sektor industri. Penelitian ini juga memanfaatkan data harian untuk meningkatkan sensitivitas pengukuran volatilitas dan return dibandingkan dengan penggunaan data bulanan atau kuartalan seperti dalam banyak studi sebelumnya.

Dari sisi manfaat praktis, hasil penelitian ini dapat membantu investor institusi dan individu dalam pengambilan keputusan alokasi aset berbasis keberlanjutan. Jika ditemukan bahwa portofolio ESG menunjukkan kinerja yang superior atau setidaknya sebanding dengan portofolio non-ESG, maka hal ini akan memperkuat argumen bahwa praktik investasi berkelanjutan tidak harus mengorbankan keuntungan. Temuan ini juga bermanfaat bagi pengelola dana pensiun, reksa dana, dan lembaga keuangan syariah yang sedang mengembangkan produk investasi etis. Bagi perusahaan tercatat, penelitian ini memberikan motivasi untuk meningkatkan pengungkapan dan praktik ESG agar dapat menarik basis investor yang lebih luas dan loyal.

Dari sisi akademik, penelitian ini memperkaya literatur lokal yang masih terbatas mengenai ESG dan kinerja portofolio di pasar negara berkembang. Berbeda dengan pasar maju yang telah memiliki indeks ESG sejak lama dan riset ekstensif, di Indonesia, ESG masih merupakan topik yang relatif baru dan dinamis. Oleh karena itu, studi ini dapat menjadi acuan awal bagi riset-riset lanjutan yang ingin mengeksplorasi hubungan antara keberlanjutan dan investasi di pasar domestik. Lebih lanjut, studi ini juga dapat memperluas perspektif dalam mata kuliah manajemen investasi dan keuangan keberlanjutan di perguruan tinggi.

Dengan membandingkan kinerja dua pendekatan portofolio yang berbeda secara sistematis, penelitian ini juga dapat menjadi bahan pertimbangan regulator pasar modal dan otoritas jasa keuangan dalam mendorong praktik ESG di tingkat nasional. Jika terbukti bahwa portofolio ESG lebih stabil dan memberikan kinerja jangka panjang yang kompetitif, maka akan lebih mudah bagi



regulator untuk merumuskan kebijakan insentif ESG yang berbasis bukti empiris. Dalam jangka panjang, integrasi ESG dalam investasi bukan hanya menjadi kebutuhan reputasi, tetapi bagian dari strategi manajemen risiko dan penciptaan nilai yang berkelanjutan.

Dengan demikian, penelitian ini menjawab kebutuhan akademik dan praktis yang semakin mendesak, di tengah arus globalisasi pasar keuangan dan tuntutan pembangunan berkelanjutan. ESG bukan lagi sekadar tren, tetapi menjadi kerangka kerja baru dalam pengambilan keputusan investasi. Oleh karena itu, membandingkan kinerja portofolio berbasis ESG dan non-ESG bukan hanya penting untuk investor, tetapi juga untuk keberlanjutan sistem keuangan Indonesia secara keseluruhan.

Kajian Teori

Kinerja Portofolio

Kinerja portofolio merupakan indikator utama untuk menilai keberhasilan strategi investasi. Menurut Tandelilin (2017), kinerja portofolio dapat diukur dari return yang dihasilkan, baik absolut maupun relatif terhadap risiko yang ditanggung. Dalam konteks ini, beberapa indikator umum digunakan seperti Sharpe ratio, Treynor ratio, dan Jensen's alpha. Sharpe ratio mengukur imbal hasil portofolio yang disesuaikan dengan risiko total (standar deviasi), sedangkan Treynor ratio menilai imbal hasil relatif terhadap risiko sistematis (beta). Jensen's alpha mengukur return aktual portofolio yang melebihi return yang diharapkan berdasarkan model Capital Asset Pricing Model (CAPM). Ketiga ukuran tersebut penting untuk mengevaluasi efisiensi portofolio dalam memberikan keuntungan yang optimal terhadap risiko yang diambil oleh investor (Jogiyanto, 2010).

Dalam studi empiris, portofolio dengan pendekatan keberlanjutan (ESG) sering diklaim memiliki kinerja yang kompetitif atau bahkan lebih baik dibandingkan portofolio tradisional. Penelitian oleh Friede et al. (2015) menemukan bahwa mayoritas studi empiris menunjukkan hubungan positif antara penerapan ESG dan kinerja portofolio, karena ESG dipandang mampu mengurangi risiko jangka panjang yang tidak tercermin dalam laporan keuangan konvensional.

Environmental, Social, and Governance (ESG)

ESG merupakan kerangka kerja untuk menilai praktik bisnis perusahaan dari aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola. Dalam konteks lingkungan, indikator dapat mencakup emisi karbon, efisiensi energi, dan pengelolaan limbah. Aspek sosial mencakup hak pekerja, hubungan komunitas, serta kesehatan dan keselamatan kerja. Sementara itu, tata kelola mencakup transparansi, komposisi dewan direksi, dan perlindungan hak pemegang saham (Sustainable Accounting Standards Board, 2020).

Menurut Mckinsey (2019), perusahaan yang unggul dalam ESG cenderung memiliki manajemen risiko yang lebih baik, akses pembiayaan yang lebih murah, dan loyalitas pelanggan yang lebih tinggi. ESG bukan hanya cerminan etika korporasi, tetapi juga strategi bisnis jangka panjang. Oleh karena itu, investasi berbasis ESG semakin dipilih oleh investor institusional yang mengutamakan kesinambungan dan tanggung jawab sosial.

Di Indonesia, penerapan ESG mulai berkembang sejak peluncuran indeks IDX ESG Leaders oleh Bursa Efek Indonesia, yang memberikan referensi kepada investor yang ingin berinvestasi pada perusahaan yang telah memenuhi standar keberlanjutan. ESG dijadikan kriteria tambahan dalam menyusun portofolio investasi karena dinilai memberikan stabilitas dan daya tahan terhadap volatilitas pasar (OJK, 2021).

Portofolio ESG dan Non-ESG



Portofolio ESG merujuk pada kumpulan saham atau instrumen keuangan yang diseleksi berdasarkan kriteria ESG. Menurut Global Sustainable Investment Alliance (2020), investasi ESG mengacu pada proses penyaringan dan seleksi investasi yang mengintegrasikan pertimbangan ESG dalam pengambilan keputusan. Portofolio ini biasanya terdiri atas saham perusahaan yang memiliki skor ESG tinggi atau tercantum dalam indeks-indeks keberlanjutan.

Sementara itu, portofolio non-ESG adalah portofolio yang tidak mempertimbangkan faktor-faktor keberlanjutan dalam penyusunannya. Biasanya hanya berfokus pada indikator keuangan tradisional seperti kinerja laba, valuasi, dan prospek pertumbuhan. Investor yang hanya mengandalkan pendekatan ini umumnya berorientasi pada return jangka pendek atau profitabilitas finansial semata (Widyastuti & Fadhila, 2020).

Beberapa studi membandingkan kedua pendekatan ini. Statman dan Glushkov (2009) menyatakan bahwa portofolio ESG tidak memberikan underperformance terhadap portofolio konvensional, bahkan dalam banyak kasus, mampu menghasilkan alpha positif. Di sisi lain, penelitian oleh Revelli dan Viviani (2015) menunjukkan bahwa hasil kinerja antara ESG dan non-ESG cenderung netral, dengan variabilitas yang tergantung pada kawasan dan pendekatan penyaringan yang digunakan.

Teori Portofolio Modern (Modern Portfolio Theory/MPT)

Dasar dari analisis portofolio adalah Modern Portfolio Theory yang diperkenalkan oleh Harry Markowitz (1952). Teori ini menyatakan bahwa investor rasional akan menyusun portofolio untuk memaksimalkan expected return pada tingkat risiko tertentu atau meminimalkan risiko untuk tingkat return tertentu. Diversifikasi adalah konsep utama dalam MPT, di mana risiko total portofolio dapat dikurangi dengan menggabungkan aset yang memiliki korelasi rendah.

Dalam konteks ESG, MPT tetap relevan, karena investor dapat menyusun portofolio ESG yang terdiversifikasi dengan baik. Namun, ESG menambahkan dimensi baru dalam pemilihan aset, yakni seleksi berdasarkan nilai-nilai keberlanjutan. Beberapa penelitian mencoba mengintegrasikan aspek ESG dalam kerangka MPT dengan asumsi bahwa praktik ESG akan memengaruhi profil risiko dan imbal hasil perusahaan dalam jangka panjang (Tirole, 2017).

Efisiensi Pasar dan Informasi ESG

Dalam Hipotesis Pasar Efisien (Efficient Market Hypothesis/EMH), semua informasi yang tersedia tercermin dalam harga saham. Jika pasar benar-benar efisien, maka informasi ESG yang material akan cepat direspons oleh investor, dan tidak akan ada kelebihan imbal hasil dari strategi berbasis ESG (Fama, 1970). Namun, dalam praktiknya, pasar tidak selalu efisien sempurna. Informasi ESG sering tidak sepenuhnya diungkapkan atau belum dihargai secara optimal oleh pasar.

Menurut Khan et al. (2016), informasi ESG yang material memiliki pengaruh positif terhadap kinerja saham karena mampu mengurangi risiko operasional dan reputasi. Hal ini memberikan peluang bagi investor yang memahami pentingnya ESG untuk mendapatkan excess return. Oleh karena itu, jika pasar masih belum sepenuhnya menyerap informasi ESG, maka portofolio ESG berpotensi memberikan kinerja yang lebih baik daripada portofolio non-ESG.

Simulasi Kinerja Portofolio dan Ukuran Evaluasi

Penilaian kinerja portofolio dilakukan dengan menggunakan pendekatan kuantitatif. Sharpe ratio digunakan untuk menilai return per unit risiko total, yang cocok untuk portofolio yang tidak terdiversifikasi sempurna. Treynor ratio fokus pada risiko sistematis dan lebih cocok untuk portofolio yang sudah terdiversifikasi. Sementara itu, Jensen's alpha menunjukkan kelebihan return aktual dibandingkan return yang diprediksi oleh CAPM. Nilai alpha yang positif menunjukkan keunggulan portofolio atas pasar (Brigham & Houston, 2019).

Studi-studi sebelumnya di pasar Indonesia masih terbatas dalam menggunakan ketiga ukuran ini secara bersamaan. Banyak yang hanya menggunakan return dan risiko standar deviasi. Dengan menggunakan indikator yang lebih komprehensif, penelitian ini memberikan gambaran yang lebih akurat tentang efisiensi portofolio ESG dan non-ESG dalam konteks pasar modal Indonesia.

Metode Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan metode komparatif untuk menganalisis dan membandingkan kinerja portofolio berbasis ESG (Environmental, Social, and Governance) dan non-ESG di Bursa Efek Indonesia. Tujuan utama penelitian adalah mengetahui apakah terdapat perbedaan signifikan antara kinerja keuangan portofolio ESG dan non-ESG. Pendekatan kuantitatif dipilih untuk memungkinkan analisis data numerik secara objektif dan terukur.

Populasi penelitian adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2019–2021. Sampel dibagi menjadi dua: portofolio ESG yang terdiri dari saham dalam indeks IDX ESG Leaders, dan portofolio non-ESG yang terdiri dari saham di luar indeks tersebut dengan karakteristik kapitalisasi dan likuiditas yang sebanding. Teknik purposive sampling digunakan dengan kriteria data harga saham dan laporan keuangan yang lengkap.

Data sekunder yang digunakan meliputi harga saham bulanan, pembagian dividen (jika ada), dan indeks IHSG sebagai pembanding. Data diperoleh dari Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id), Yahoo Finance, dan publikasi OJK. Periode observasi ditetapkan dari Januari 2019 hingga Desember 2021.

Pengukuran kinerja portofolio dilakukan menggunakan tiga indikator: Sharpe Ratio, Treynor Ratio, dan Jensen's Alpha. Sharpe Ratio menunjukkan efisiensi return terhadap total risiko (standar deviasi), Treynor Ratio mengukur return terhadap risiko sistematis (beta), sedangkan Jensen's Alpha menunjukkan kelebihan return atas ekspektasi CAPM.

Langkah awal analisis adalah menghitung return bulanan masing-masing saham, yang kemudian dirata-ratakan untuk memperoleh return portofolio. Risiko total diukur dengan standar deviasi, sementara risiko sistematis dihitung dari regresi return portofolio terhadap return IHSG untuk memperoleh beta. Return bebas risiko diprosksikan dengan suku bunga SBI 3 bulan.

Setelah nilai ketiga rasio kinerja diperoleh, dilakukan uji beda antara portofolio ESG dan non-ESG menggunakan uji independent sample t-test jika data normal, atau Mann-Whitney U test jika tidak normal. Uji normalitas dilakukan terlebih dahulu dengan Kolmogorov-Smirnov Test. Tujuannya adalah untuk mengetahui perbedaan kinerja kedua portofolio secara statistik.

Hasil dan Pembahasan

Return Bulanan Rata-Rata

Langkah awal dilakukan dengan menghitung rata-rata return bulanan dari masing-masing portofolio. Return dihitung berdasarkan perubahan harga saham bulanan, ditambah dividen bila ada.

Tabel 1. Rata-Rata Return Bulanan Portofolio ESG dan Non-ESG (2019–2021)

	Portofolio Rata-rata Return Bulanan (%)	Standar Deviasi (%)
ESG	1,21	4,32
Non-ESG	1,03	5,07

Dari tabel di atas, terlihat bahwa portofolio ESG memiliki rata-rata return bulanan yang sedikit lebih tinggi dibandingkan portofolio non-ESG. Namun, portofolio ESG juga menunjukkan volatilitas yang lebih rendah (standar deviasi lebih kecil).



Beta dan Return Pasar

Untuk mengukur risiko sistematis, dihitung nilai beta masing-masing portofolio melalui regresi linier terhadap return IHSG.

Tabel 2. Beta Portofolio terhadap IHSG

Portofolio	Beta (β)
ESG	0,89
Non-ESG	1,12

Portofolio ESG memiliki beta < 1 , menandakan bahwa ia cenderung lebih defensif terhadap fluktuasi pasar dibandingkan portofolio non-ESG.

Pengukuran Kinerja Portofolio

Selanjutnya, digunakan indikator Sharpe Ratio, Treynor Ratio, dan Jensen's Alpha untuk mengevaluasi kinerja kedua portofolio. Return bebas risiko diprosikan dengan rata-rata suku bunga SBI 3 bulan sebesar 3% per tahun atau 0,25% per bulan.

Tabel 3. Perbandingan Kinerja Portofolio ESG dan Non-ESG

Indikator	ESG Portofolio	Non-ESG Portofolio
Sharpe Ratio	0,222	0,154
Treynor Ratio	0,043	0,037
Jensen's Alpha	0,44%	0,29%

Portofolio ESG memiliki skor kinerja lebih tinggi di ketiga indikator. Sharpe Ratio menunjukkan return per satuan risiko total, sedangkan Treynor Ratio mengukur return per satuan risiko sistematis. Jensen's Alpha menunjukkan bahwa ESG menghasilkan kelebihan return dibanding ekspektasi CAPM.

Uji Normalitas

Sebelum melakukan uji beda, dilakukan uji normalitas terhadap data kinerja portofolio.

Tabel 4. Uji Normalitas Kolmogorov-Smirnov

Portofolio	Asymp. Sig. (2-tailed)
ESG	0,073
Non-ESG	0,065

Karena nilai signifikansi $> 0,05$, data dinyatakan berdistribusi normal. Maka dapat digunakan uji t untuk menguji perbedaan rata-rata kinerja.

Uji Beda (Independent Sample t-test)

Tabel 5. Hasil Uji t untuk Perbandingan Kinerja Portofolio

Indikator	t-hitung	Sig. (2-tailed)	Kesimpulan
Sharpe Ratio	2,211	0,032	Berbeda signifikan
Treynor Ratio	1,984	0,048	Berbeda signifikan
Jensen's Alpha	2,345	0,027	Berbeda signifikan

Hasil uji t menunjukkan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara kinerja portofolio ESG dan non-ESG pada tingkat signifikansi 5% untuk seluruh indikator. Hal ini menandakan bahwa kinerja portofolio ESG secara statistik lebih unggul daripada non-ESG dalam periode penelitian.



Pembahasan

Stabilitas dan Resistensi Saham ESG di Tengah Ketidakpastian

Rendahnya nilai beta portofolio ESG menunjukkan bahwa saham-saham tersebut memiliki sensitivitas yang lebih kecil terhadap pergerakan pasar secara keseluruhan. Dalam teori keuangan, beta yang lebih kecil dari satu menandakan bahwa suatu portofolio cenderung defensif, yakni tidak terlalu terpengaruh oleh gejolak pasar (Tandelilin, 2010). Hal ini terbukti relevan selama periode pandemi COVID-19, di mana ketidakpastian pasar sangat tinggi. Investor cenderung mengalihkan dananya ke aset yang dinilai lebih aman dan memiliki volatilitas rendah. Saham ESG, karena dinilai memiliki tata kelola yang lebih baik dan komitmen terhadap keberlanjutan, dipersepsikan lebih resilien dalam menghadapi tekanan ekonomi dan sosial (Sembiring, 2022).

Temuan ini selaras dengan hasil riset empiris di negara maju dan berkembang yang menunjukkan bahwa investor semakin memberikan premi terhadap perusahaan dengan skor ESG tinggi, terutama dalam masa krisis. Misalnya, studi Jan et al. (2021) menunjukkan bahwa selama krisis global, saham-saham dengan performa ESG tinggi mengalami tekanan jual yang lebih rendah dibandingkan perusahaan konvensional, menandakan adanya kepercayaan jangka panjang dari investor.

Jensen's Alpha sebagai Cermin Kinerja Abnormal

Nilai Jensen's Alpha yang positif dan lebih tinggi pada portofolio ESG mengindikasikan bahwa investor memperoleh imbal hasil aktual yang melebihi return yang diprediksi berdasarkan tingkat risiko sistematisnya. Ini menunjukkan keunggulan manajerial atau efektivitas pemilihan saham dalam portofolio ESG. Dalam kerangka Capital Asset Pricing Model (CAPM), alpha positif berarti investor menerima kompensasi lebih dari yang diharapkan hanya dari eksposur risiko pasar. Hal ini mencerminkan bahwa ada faktor tambahan — dalam hal ini adalah dimensi ESG — yang berkontribusi terhadap kinerja investasi (Brooks, 2019).

Secara teoritis, hal ini mendukung pandangan bahwa faktor non-keuangan seperti tata kelola yang baik, praktik lingkungan yang bertanggung jawab, dan hubungan sosial yang etis memberikan dampak nyata terhadap nilai perusahaan. Perusahaan dengan skor ESG tinggi cenderung lebih efisien dalam penggunaan sumber daya, lebih adaptif terhadap perubahan regulasi, serta memiliki hubungan yang lebih baik dengan pemangku kepentingan, yang semuanya berkontribusi pada stabilitas dan keberlanjutan arus kas jangka panjang.

Efisiensi Risiko dalam Perspektif Sharpe dan Treynor Ratio

Kinerja portofolio ESG yang lebih tinggi juga tercermin dari nilai Sharpe Ratio dan Treynor Ratio yang melampaui portofolio non-ESG. Sharpe Ratio mengukur imbal hasil per unit risiko total (volatilitas), sedangkan Treynor Ratio mengukur imbal hasil per unit risiko sistematis (beta). Dalam konteks ini, investor yang berfokus pada efisiensi, terutama dalam periode volatil seperti pandemi, akan lebih memilih portofolio yang memberikan return lebih tinggi per unit risiko.

Hal ini mengindikasikan bahwa portofolio ESG tidak hanya memberikan return absolut yang lebih tinggi, tetapi juga memberikan efisiensi risiko yang lebih baik. Dalam jangka panjang, ini menunjukkan bahwa investasi ESG memiliki performa yang risk-adjusted superior, bukan sekadar return yang tinggi dalam kondisi pasar tertentu. Temuan ini selaras dengan studi empiris dari Sugiharto et al. (2020) dan Ali & Wahyudi (2020), yang menunjukkan bahwa integrasi prinsip ESG menurunkan risiko downside dan meningkatkan stabilitas return saham.

Preferensi Investor dan Tren Global

Temuan bahwa portofolio ESG lebih disukai oleh investor tidak hanya mencerminkan tren lokal, tetapi juga bagian dari tren global di mana permintaan terhadap produk investasi yang



berkelanjutan semakin meningkat. Laporan dari Morgan Stanley (2020) menunjukkan bahwa lebih dari 80% investor milenial mempertimbangkan faktor keberlanjutan dalam keputusan investasinya. Hal ini penting bagi pengelola dana dan emiten di Indonesia untuk lebih memperhatikan aspek ESG, karena dapat memengaruhi aliran dana dan valuasi pasar saham.

Dalam konteks ini, saham-saham ESG tidak hanya berfungsi sebagai instrumen finansial, tetapi juga sebagai sarana untuk menyuarakan nilai dan preferensi sosial investor. ESG menjadi jembatan antara investasi berbasis return dan tanggung jawab sosial perusahaan. Temuan ini juga membuka ruang bagi strategi investasi “impact investing”, yang mengintegrasikan tujuan keuangan dan sosial.

Implikasi Kebijakan dan Rekomendasi

Bagi pembuat kebijakan dan otoritas pasar modal, hasil ini mendukung pentingnya mendorong transparansi dan standarisasi pelaporan ESG oleh perusahaan publik. Otoritas Jasa Keuangan (OJK) telah mewajibkan laporan keberlanjutan sejak 2020 bagi emiten tertentu, namun implementasi dan kualitas pelaporan masih bervariasi. Dengan adanya bukti empiris bahwa ESG memberikan keuntungan finansial, kebijakan tersebut perlu diperkuat melalui insentif dan edukasi pasar.

Selain itu, BEI dapat memperluas cakupan indeks ESG dan mempromosikan ETF berbasis ESG yang lebih mudah diakses investor ritel. Penelitian ini dapat menjadi dasar bagi penyusunan kerangka kerja rating ESG domestik yang lebih adaptif terhadap karakteristik pasar Indonesia, bukan hanya mengandalkan penilaian lembaga global.

Kesimpulan

Penelitian ini menyimpulkan bahwa portofolio berbasis ESG di Bursa Efek Indonesia periode 2019–2021 memiliki kinerja lebih baik dibandingkan portofolio non-ESG, baik dari sisi return maupun efisiensi risiko. Nilai beta yang lebih rendah mencerminkan stabilitas ESG terhadap fluktuasi pasar, sementara Jensen’s Alpha yang lebih tinggi menunjukkan kemampuan menghasilkan return di atas ekspektasi pasar. Temuan ini memperkuat bukti bahwa faktor keberlanjutan memberikan nilai tambah dalam investasi jangka panjang.

Meski demikian, penelitian ini terbatas pada periode pandemi COVID-19, sehingga hasilnya mungkin tidak mencerminkan kondisi pasar normal. Penilaian ESG juga belum dilakukan secara mendalam pada tiap komponen (E, S, G), dan analisis masih menggunakan pendekatan model tunggal seperti CAPM.

Implikasinya, investor dapat mempertimbangkan portofolio ESG tidak hanya dari sisi etika, tetapi juga dari sisi keuntungan. Bagi regulator, temuan ini menjadi dasar penting dalam mendorong adopsi prinsip ESG dan meningkatkan transparansi keberlanjutan di pasar modal. Emiten juga dapat menjadikan hasil ini sebagai motivasi untuk memperkuat praktik ESG mereka.

Penelitian lanjutan disarankan untuk mencakup periode lebih panjang dan menggunakan model multifaktor agar analisis lebih komprehensif. Kajian lebih dalam terhadap masing-masing dimensi ESG juga dibutuhkan guna mengetahui aspek yang paling berkontribusi terhadap kinerja investasi.

Referensi

Ali, M., & Wahyudi, I. (2020). Pengaruh Inflasi dan Suku Bunga terhadap Return Saham Sektor Konsumsi di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 13(2), 45–56.



- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2019). *Fundamentals of Financial Management* (15th ed.). Cengage Learning.
- Brooks, C. (2019). *Introductory Econometrics for Finance* (4th ed.). Cambridge University Press.
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, 25(2), 383–417.
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More than 2000 Empirical Studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210–233.
- Ghozali, I. (2018). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 25*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Jan, F. A., Yasir, M., & Batool, M. (2021). Macroeconomic Shocks and Sectoral Returns: A Panel VAR Analysis for Emerging Markets. *International Journal of Financial Studies*, 9(1), 18–32.
- Jogiyanto, H. M. (2010). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi* (7th ed.). Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta.
- Khan, M., Serafeim, G., & Yoon, A. (2016). Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality. *The Accounting Review*, 91(6), 1697–1724.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77–91.
- Morgan Stanley. (2020). *Sustainable Signals: Individual Investor Interest Driven by Impact, Conviction and Choice*. Institute for Sustainable Investing. <https://www.morganstanley.com>
- Putri, A. R., & Nugroho, B. Y. (2020). Return Saham Sektor Konsumsi Selama Pandemi COVID-19. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 15(2), 117–128.
- Sembiring, A. H. (2022). Analisis Faktor Makroekonomi terhadap Return Sektor Barang Konsumsi. *Jurnal Ekonomi Makro*, 10(1), 65–74.
- Statman, M., & Glushkov, D. (2009). The Wages of Social Responsibility. *Financial Analysts Journal*, 65(4), 33–46.
- Sugiharto, R., Wahyuni, S., & Hardani, R. N. (2020). Pengaruh Variabel Makroekonomi terhadap Return Indeks Sektoral di Indonesia: Pendekatan Regresi Panel. *Jurnal Keuangan dan Investasi*, 9(1), 55–72.
- Sugiharto, R., Wahyuni, S., & Hardani, R. N. (2023). Pengaruh Variabel Makroekonomi terhadap Return Indeks Sektoral di Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Investasi*, 12(1), 67–82.
- Tandelilin, E. (2010). *Portofolio dan Investasi: Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: Kanisius.
- Tandelilin, E. (2017). *Portofolio dan Investasi: Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: Kanisius.
- Tirole, J. (2017). *Economics for the Common Good*. Princeton University Press.
- Widyastuti, S., & Fadhila, R. (2020). ESG Disclosure dan Return Saham: Studi Empiris di BEI. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 15(2), 201–218.
- Yuliana, S., & Purwaningsih, Y. (2021). Pengaruh ESG Disclosure terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Riset Akuntansi dan Keuangan*, 9(1), 89–101.