

## **Best ESG vs Poor ESG: Kinerja Portofolio Optimal Berbasis ESG di Indonesia**

**Rahayu Lestari<sup>1\*</sup>**

<sup>1</sup>Universitas Terbuka, Indonesia

[rahayu.lestarri@ecampus.ut.ac.id](mailto:rahayu.lestarri@ecampus.ut.ac.id)<sup>1</sup>

\* Corresponding Author

Diterima : 18 Oktober 2025; Direvisi : 27 Nopember 2025; Diterbitkan : 1 Desember 2025;

### **Abstrak**

Penelitian ini bertujuan untuk menginvestigasi dampak pembentukan *portofolio Socially Responsible Investing* (SRI) berbasis skor ESG terhadap kinerja portofolio saham di Indonesia. Penelitian ini membandingkan kinerja portofolio yang dibentuk dari saham dengan kategori *Best ESG* dan *Poor ESG* menggunakan metode *Single Index Model*. Sampel penelitian terdiri dari 71 perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan memiliki skor ESG berdasarkan database Thomson Reuters. Hasil penelitian menunjukkan bahwa portofolio *Best ESG* memiliki return ekspektasi yang lebih rendah dan risiko yang lebih tinggi dibandingkan portofolio *Poor ESG*. Penilaian berbasis *risk-adjusted return* menggunakan RVAR, RVOL, RMAR, dan Jensen's Alpha mengindikasikan bahwa portofolio *Poor ESG* menunjukkan kinerja yang relatif lebih unggul, meskipun secara keseluruhan kedua portofolio belum mampu mengungguli kinerja pasar sebagai *benchmark*. Temuan ini menunjukkan bahwa praktik ESG belum secara konsisten diterjemahkan menjadi keunggulan finansial dalam jangka pendek di pasar modal Indonesia, yang dapat dipengaruhi oleh sentimen pasar dan bias preferensi investor. Penelitian ini berkontribusi dalam memperkaya literatur terkait performa portofolio SRI di pasar berkembang serta memberikan implikasi praktis bagi investor dan manajer investasi dalam mengevaluasi relevansi ESG sebagai dasar pembentukan portofolio optimal. Temuan ini memberikan wawasan bagi manajer investasi untuk mempertimbangkan risiko sistematis dan mispricing ESG dalam proses pengambilan keputusan investasi.

Kata Kunci: ESG; Kinerja Portofolio; Socially Responsible Investing

## **Best ESG vs Poor ESG: ESG-Based Optimal Portfolio Performance in Indonesia**

### **Abstract**

*This study investigates the impact of ESG-based Socially Responsible Investing (SRI) on portfolio performance in Indonesia. Specifically, it compares the performance of portfolios constructed from Best ESG and Poor ESG stocks using the Single Index Model. The sample consists of 71 non-financial companies listed on the Indonesia Stock Exchange with available ESG scores obtained from the Thomson Reuters database. The empirical results reveal that the Best ESG portfolio yields a lower expected return and higher total risk compared to the Poor ESG portfolio. Risk-adjusted performance measures, including RVAR, RVOL, RMAR, and Jensen's Alpha, indicate that the Poor ESG portfolio demonstrates superior performance, although neither portfolio outperforms the market benchmark. These findings suggest that ESG have not yet been fully internalized as a value-enhancing factor in the Indonesian capital market. Market sentiment, uncertainty avoidance, and investor behavioural bias may explain this phenomenon. This study contributes to the literature on SRI performance in emerging markets and provides practical insights for investors and portfolio managers regarding the effectiveness of ESG criteria in portfolio construction and investment decision-making. These findings provide insight for investment managers to consider systematic risk and ESG mispricing in the investment decision-making process.*

**Keywords:** ESG; Portfolio Performance; Socially Responsible Investing

---

## PENDAHULUAN

Investor individu dan institusional mulai memikirkan pertimbangan isu sosial dalam pengambilan keputusan investasi, meskipun korporasi telah lama berada di bawah tekanan untuk memenuhi tanggung jawab sosial, kini mereka dihadapkan pada kemungkinan bahwa saham yang diperdagangkan secara publik akan dibeli atau dibuang karena tindakan atau kelambanan dalam tanggung jawab ini (Moskowitz, 1972). *Socially responsible investing (SRI)* atau disebut juga dengan *ethic investment* merupakan penerapan kriteria etika dan sosial dalam pemilihan dan pengelolaan portofolio investasi, yang tidak hanya peduli pada aspek keuntungan finansial yang diharapkan dan risiko yang menyertainya, namun juga sumbernya, sifat barang atau jasa perusahaan, lokasi usaha atau cara menjalankan usahanya (Sparkes, 2002). Global Sustainable Investment Alliance (GSIA, 2020) mendefinisikan *socially responsible investing (sustainable investing)* sebagai pendekatan yang mempertimbangkan faktor ESG (Environment, Social, Government) atau LST (Lingkungan, Sosial, dan Tata Kelola) dalam pemilihan sekuritas dan manajemen portofolio.

Selama beberapa dekade terakhir, minat terhadap investasi yang bertanggung jawab secara sosial (*Socially Responsible Investing*) meningkat pesat di seluruh dunia (Badía et al., 2020). Pada awal tahun 2020 (GSIA, 2020), *global sustainable investment* di lima pasar utama (yaitu Eropa, US, Canada, Australasia, dan Japan) mengalami peningkatan 15% dalam dua tahun terakhir (2018-2020) dan mengalami peningkatan 55% dalam empat tahun terakhir (2016-2020) dari yang sebelumnya sebesar USD30,683 billion 22,839 billion pada tahun 2016 dan USD30,683 billion pada tahun 2018 menjadi 35,301 billion pada tahun 2020. Selain itu, *global sustainable Investment* untuk aset kelolaan (*assets under management*) mencapai 35.9% dari total aset kelolaan, mengalami peningkatan dari yang sebelumnya 27.9% di tahun 2016 dan 33.4% di tahun 2018 (GSIA, 2020). Di Indonesia sendiri, Aset kelolaan berbasis ESG juga mengalami peningkatan yang cukup signifikan dari yang hanya 1 produk reksadana ESG dengan nilai AUM sebesar 38 miliar pada tahun 2014 meningkat menjadi 14 produk reksadana ESG dengan nilai AUM sebesar 2.3 triliun pada tahun 2021 (Ahdiat, 2022).

Perusahaan-perusahaan yang bertanggung jawab secara sosial dan memperhatikan isu ESG diekspektasikan mempunyai kinerja yang lebih unggul dibanding perusahaan-perusahaan yang tidak berkonsentrasi pada hal tersebut (Losse & Geissdoerfer, 2021). Legitimacy theory menyatakan bahwa tanggung jawab dan perhatian terhadap isu sosial, lingkungan dan tata kelola membantu perusahaan memperoleh penerimaan dan reputasi yang baik di mata publik dan seluruh pemangku kepentingan (Deegan, 2007; Suchman, 1995). Perhatian yang baik terhadap aspek ESG mendorong adanya loyalitas terhadap perusahaan sehingga menghasilkan kinerja organisasi yang lebih baik, yang pada akhirnya menciptakan penilaian yang positif dari investor. Selain itu, kinerja ESG yang baik membantu mengurangi masalah keagenan yang merugikan bagi investor. Kinerja ESG yang tinggi terkait dengan tingkat transparansi dan kualitas informasi yang lebih baik (Xu & Wang, 2025), sehingga mengurangi masalah asimetri informasi (Pinto & Gaio, 2025), mengurangi *cost of capital* (Akin & Akin, 2025), dan memitigasi risiko *stock price crash* (Xu & Wang, 2025). Dalam konteks ini, ESG berfungsi sebagai sinyal kredibel (*credible signal*) yang mengindikasikan kualitas manajemen, tata kelola yang baik, serta komitmen perusahaan terhadap keberlanjutan jangka panjang, sehingga memperkuat kepercayaan pasar dan penilaian positif dari investor. Penilaian positif investor terhadap perusahaan dengan kinerja ESG unggul tercermin dalam meningkatnya minat investasi, premi valuasi yang lebih tinggi.

Diltz (1995) memberikan bukti empiris bahwa portofolio perusahaan dengan *good Environment* memiliki kinerja yang lebih tinggi dan signifikan dibanding portofolio perusahaan

dengan *poor Environment*, pasar tampaknya lebih memberikan penghargaan terhadap kinerja lingkungan yang baik dan pemberian amal. Namun, Tan et al. (2023) menemukan hasil yang berlawanan, yaitu portofolio dengan ESG tinggi tidak memberikan kinerja yang lebih tinggi dibanding portofolio yang dibentuk dengan ESG rendah, akan tetapi portofolio berbasis ESG mengungguli kinerja pasar sebagai *benchmark* yang tidak mempertimbangkan aspek ESG dalam pembentukan portofolio. Dumitrescu et al. (2023) menunjukkan bahwa SRI ETF Portofolio memiliki kinerja yang lebih unggul dibandingkan dengan kinerja S&P 500 ETF Portofolio sebagai kinerja acuan yang tidak dibatasi ESG (kinerja pasar/ konvensional). Badía et al. (2021) juga membuktikan bahwa portofolio SRI global memiliki kinerja yang lebih tinggi dibandingkan dengan kinerja konvensional.

Ditinjau dari data MSCI, MSCI Indonesia ESG Leaders memiliki tingkat return yang lebih tinggi dibandingkan MSCI Indonesia sebagai *parent index* sebagaimana terlihat pada gambar 2 di bawah ini. Selain itu, MSCI Emerging Market ESG Leaders Index juga menunjukkan kinerja yang lebih unggul dibanding MSCI Emerging Market Index. Hal ini menunjukkan bahwa portofolio SRI di Indonesia juga memberikan kinerja yang lebih unggul dibandingkan kinerja konvensional. Namun, Ur Rehman et al. (2016) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa kinerja ekuitas ESG di banyak negara ASI tidak berbeda dengan kinerja indeks konvensional.



**Gambar 1. Cumulative Index Performance - Gross Returns (USD) (Aug 2010 - Oct 2023)**  
Sumber: MSCI, 2023

Auer (2014) menjelaskan bahwa terdapat tiga pandangan berlawanan terkait potensi kelayakan ekonomi SRI di pasar modal, yaitu pertama, para pendukung SRI memandang bahwa SRI memiliki kekuatan secara finansial yang lebih menguntungkan. Para pendukung SRI ini berpendapat bahwa perusahaan yang ramah lingkungan (responsif terhadap kualitas produk dan kebutuhan konsumen) cenderung tidak terkena denda dan tuntutan hukum lingkungan. Selain itu, manajemen hubungan karyawan yang baik menciptakan loyalitas terhadap perusahaan yang kuat, karyawan menjadi termotivasi meningkatkan produktivitasnya sehingga dapat berdampak pada peningkatan penjualan dan penurunan biaya produksi. Perusahaan yang lebih bertanggung jawab secara sosial cenderung lebih menguntungkan dan juga perusahaan yang lebih menguntungkan mampu untuk lebih bertanggung jawab (Moskowitz, 1972). Kedua, kelompok penentang SRI dapat memberikan dampak buruk terhadap kinerja investasi karena pendekatan SRI membatasi diversifikasi dengan memperkecil ukuran portofolio melalui penyaringan untuk menghilangkan atau menguntungkan industri, sehingga portofolio optimal tidak dapat tercapai dan kurang menguntungkan. Pandangan ketiga adalah bahwa SRI tidak menambah atau menghancurkan nilai dalam *risk-adjusted return* karena tanggung jawab sosial perusahaan tidak diberi harga. Bello (2005) memberikan bukti empiris bahwa kinerja portofolio

SRI tidak berbeda signifikan dengan kinerja konvensional ditinjau dari nilai beta, tingkat diversifikasi, dan *risk-adjusted investment performance*.

Tujuan utama dari penelitian ini adalah untuk menginvestigasi dampak pendekatan SRI dengan mempertimbangkan aspek ESG dalam pembentukan portofolio. Adanya hasil yang tidak konsisten mendorong peneliti untuk menguji kembali apakah portofolio yang dibentuk berdasarkan kategori *Best ESG* memiliki kinerja yang lebih unggul dibandingkan portofolio dengan *Poor ESG*. Penelitian sebelumnya mayoritas masih berfokus pada indeks *sustainability* di tingkat negara atau regional sebagai proksi untuk portofolio SRI (Tan et al., 2023), maka penelitian ini memilih analisis tingkat perusahaan dengan menggunakan skor ESG di Indonesia. Penelitian ini membentuk portofolio SRI dengan kriteria ESG dan portofolio konvensional yang tidak mempertimbangkan faktor ESG dengan menggunakan *Single Index Model*, untuk portofolio ESG dikategorikan menjadi portofolio dengan *Good ESG* dan *Poor ESG*, kemudian membandingkan kinerja portofolio antara *Good ESG Score* dan *Bad ESG Score*, serta membandingkan kinerja portofolio antara portofolio ESG dan portofolio konvensional untuk melihat efektivitas portofolio ESG.

Penelitian berkontribusi secara teoritis pada literatur investasi portofolio SRI berdasarkan kriteria ESG untuk menunjukkan pentingnya pertimbangan faktor ESG dalam investasi. Penelitian ini memberikan bukti empiris dan mengonfirmasi inkonsistensi hasil penelitian mengenai dampak portofolio SRI terhadap kinerja portofolio untuk saham-saham yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Secara praktik, hasil penelitian ini memberikan informasi mengenai keunggulan portofolio ESG dibanding portofolio konvensional kepada investor dan manajer investasi sehingga dapat menjadi acuan dalam membeli saham atau membentuk portofolio.

## KAJIAN LITERATUR

*Socially responsible investing* di United States didefinisikan sebagai proses mengintegrasikan nilai personal dan kepedulian sosial dalam pengambilan keputusan investasi (Schueth, 2003). Portofolio investasi yang tunduk pada batasan etika tertentu sudah ada sejak tahun 1948 (Sparkes, 2002). (Sparkes, 2002) menyebut bahwa "investor etis" tertua yang signifikan adalah investor gereja di Inggris. Para pionir ini menggunakan ada yang disebut dengan pendekatan penghindaran sederhana, yaitu dengan portofolio investasi yang tidak menyertakan sektor-sektor tertentu di pasar saham yang secara tradisional dianggap merugikan dalam praktik, seperti perusahaan alkohol, tembakau, pertahanan dan perjudian, yang disebut sebagai metodologi penghindaran dosa.

Literatur *socially responsible investing* banyak yang berasal dari awal tahun 1970 (Naffa & Fain, 2020). Studi perintis Moskowitz (1972) berpendapat bahwa perilaku perusahaan yang bertanggung jawab terwujud dalam kinerja keuangan yang unggul. Pengaruh karya Moskowitz tidak dapat disangkal, sebagaimana dibuktikan oleh fakta bahwa *US Social Investment Forum* menganugerahkan hadiah Moskowitz untuk menghormatinya sejak tahun 1996, untuk artikel terbaik tentang dampak finansial dari investasi yang bertanggung jawab secara sosial (Naffa & Fain, 2020).

Istilah *Socially responsible investing* dapat digunakan secara bergantian dengan *sustainable investing* (Auer, 2016), *responsible investing*, *sustainable and responsible investing* dengan tetap mengakui adanya variasi regional dalam arti dan penggunaannya (GSIA, 2020). Artikulasi GSIA mengenai strategi *sustainable investing* pertama kali diterbitkan dalam *Global Sustainable Investment Review* pada tahun 2012 dan telah muncul sebagai standar klasifikasi global. Definisi klasifikasi tersebut direvisi pada Oktober 2020 untuk mencerminkan praktik dan pemikiran

terkini dalam *global sustainable Investment*. 7 (tujuh) strategi *sustainable Investment (socially responsible investing)* yaitu sebagai berikut.

**Tabel 1. Pendekatan Inti *Socially Responsible Investing (Sustainable Investing)***

Pendekatan	Deskripsi
ESG Integration	Penyertaan faktor ESG atau lingkungan, sosial, dan tata kelola yang sistematis dan eksplisit dalam manajemen investasi.
Negative/ Exclusionary Screening	Kriteria pengecualian (berdasarkan norma dan nilai), misalnya dapat merujuk pada kategori produk (seperti senjata atau tembakau), praktik perusahaan (seperti pengujian pada hewan, pelanggaran HAM, korupsi) atau kontroversi.
Best-in-class/ Positive screening	Investasi yang dipilih karena memiliki kinerja ESG yang positif dibandingkan dengan industri sejenis, dan yang mencapai peringkat di atas ambang batas yang ditentukan.
Norms-based screening	Penyaringan investasi terhadap standar minimum praktik bisnis atau penerbit berdasarkan norma-norma internasional seperti yang dikeluarkan oleh PBB, ILO, OECD, dan NGOs (misalnya <i>Transparency International</i> ).
Sustainability themed/ thematic investing	Berinvestasi pada tema atau aset yang secara khusus berkontribusi terhadap solusi <i>sustainability – Environment</i> dan <i>Social</i> – (misalnya, pertanian berkelanjutan, bangunan ramah lingkungan, portofolio dengan kecenderungan rendah karbon, kesetaraan gender, keberagaman).
Corporate Engagement & Shareholder Action	Menggunakan kekuasaan pemegang saham untuk mempengaruhi perilaku perusahaan, termasuk melalui keterlibatan langsung perusahaan (yaitu, berkomunikasi dengan manajemen senior dan/atau dewan direksi perusahaan), <i>filing</i> atau <i>co-filing</i> proposal pemegang saham dan pemungutan suara proksi yang dipandu oleh pedoman ESG yang komprehensif.
Impact Investing and Community Investing	Impact Investing : Berinvestasi untuk mencapai dampak positif sosial dan lingkungan – memerlukan pengukuran dan pelaporan terhadap dampak-dampak ini, menunjukkan kesengajaan investor dan aset dasar/ investee, dan menunjukkan kontribusi investor.  Community Investing : Modal secara khusus ditujukan kepada individu atau komunitas yang secara tradisional kurang terlayani, serta pembiayaan yang diberikan kepada dunia usaha dengan tujuan sosial atau lingkungan yang jelas. Beberapa <i>Community investing</i> merupakan <i>impact investing</i> , namun lebih luas dan mempertimbangkan bentuk investasi lain dan aktivitas pinjaman yang ditargetkan.

Sumber: GSIA (2020)

### Pembentukan Portofolio Optimal

Portofolio optimal merupakan portofolio dengan kombinasi return ekspektasian dan risiko terbaik (Hartono, 2022). Mengacu pada Hartono (2022), penentuan portofolio optimal dapat dilakukan dengan menggunakan model Markowitz, model Sharpe atau *Single Index Model*. Model portofolio Markowitz dikenal dengan nama *mean-variance method*, karena menggunakan dua faktor untuk menentukan portofolio optimal, yaitu *mean* (return ekspektasian) dan *variance* (risiko). Portofolio optimal menurut Markowitz adalah yang berada di *efficiency set* dan tergantung dari preferensi risiko investor. Portofolio yang benar-benar optimal secara umum (tidak tergantung pada preferensi investor tertentu) dapat diperoleh dengan menggunakan bantuan aset bebas risiko. Portofolio optimal ini merupakan hasil persinggungan garis lurus dari titik return bebas risiko ( $R_{BR}$ ) dengan kurva set efisien. Titik persinggungan ini mempunyai sudut atau *slope*  $\theta$  terbesar. Slope ini disebut dengan rasio Sharpe yang dikenalkan oleh William Sharpe. Rumus Sharpe yaitu  $\theta_P = \frac{E(R_P) - R_{BR}}{\sigma_P}$ .

Pembentukan portofolio optimal dengan model Sharpe dapat diselesaikan persamaan sebagai berikut dengan bantuan matriks varian-kovarian (Hartono, 2022).

$$Z_1 \cdot \sigma_1^2 + Z_2 \cdot \sigma_{1,2} + \cdots + Z_n \cdot \sigma_{1,n} = [E(R_1) - R_{BR}]$$

$$Z_1 \cdot \sigma_{2,1} + Z_2 \cdot \sigma_2^2 + \cdots + Z_n \cdot \sigma_{2,n} = [E(R_2) - R_{BR}]$$

$$Z_1 \cdot \sigma_{n,1} + Z_2 \cdot \sigma_{n,2} + \cdots + Z_n \cdot \sigma_{n,n} = [E(R_n) - R_{BR}]$$

Untuk mendapatkan nilai bobot masing-masing sekuritas ( $W_i$ ) dapat dihitung dengan rumus berikut ini.

$$W_i = \frac{Z_i}{\sum_{i=1}^n Z_i}$$

*Single Index Model* menyederhanakan perhitungan untuk membentuk portofolio optimal. Perhitungan untuk menentukan portofolio optimal akan sangat mudah jika hanya didasarkan pada sebuah angka yang dapat menentukan apakah suatu sekuritas dapat dimasukkan ke dalam portofolio optimal. Angka tersebut adalah rasio antara *excess return* dengan Beda (*Excess return to beta ratio* atau ERB). Rumus rasio ERB adalah sebagai berikut.

$$ERB_i = \frac{E(R_i) - R_{BR}}{\beta_i}$$

Portofolio optimal akan berisi aset-aset yang mempunyai nilai rasio ERB yang tinggi. Aset-aset dengan rasio ERB yang rendah tidak akan dimasukkan ke dalam portofolio optimal. Dengan demikian diperlukan sebuah *cut-off point* yang menentukan batas nilai ERB berapa yang dikatakan tinggi.

## Kinerja Portofolio

Kinerja portofolio menunjukkan hasil investasi yang menjadi dasar untuk memutuskan mempertahankan atau menjual investasi atau melakukan *rebalancing* portofolio investasi (Hartono, 2022). Hartono (2022) menyebutkan bahwa kinerja portofolio dapat diukur dengan return portofolio saja atau return portofolio yang disesuaikan dengan risikonya (*risk-adjusted return*). Return yang tinggi belum tentu merupakan hasil investasi yang terbaik. Return yang rendah dapat menjadi hasil investasi yang terbaik jika return yang rendah ini memiliki risiko yang rendah pula, maka dari itu return yang dihitung perlu disesuaikan dengan risiko yang harus ditanggungnya.

Model perhitungan *risk-adjusted return* adalah sebagai berikut (Hartono, 2022).

### 1. Reward to Variability (RVAR)

*Reward to Variability (RVAR)* mengukur kinerja portofolio dengan membagi *excess return* dengan variabilitas return portofolio. *Reward to Variability (RVAR)* dikenalkan oleh Willian F. Sharpe pada tahun 1966 dan disebut dengan pengukur Sharpe (*Sharpe Ratio*). Semakin besar nilai RVAR menunjukkan kinerja portofolio yang semakin baik. Rumus perhitungan *Reward to Variability (RVAR)* adalah sebagai berikut.

$$RVAR = \frac{\overline{TR_P} - \overline{R_{BR}}}{\sigma_P}$$

Keterangan:

$$\overline{TR_P}$$

= rata-rata return total portofolio dalam periode tertentu

$$\overline{R_{BR}}$$

= rata-rata return aset bebas risiko dalam periode tertentu

$$\sigma_P$$

= variabilitas yang diukur dengan standar deviasi dari return portofolio dalam periode tertentu (total risiko portofolio)

$$\overline{TR_P} - \overline{R_{BR}}$$

= return lebih (*excess return*) portofolio

## 2. Reward to Volatility (RVOL)

*Reward to Volatility (RVOL)* mengukur kinerja portofolio dengan membangi *excess return* dengan volatilitas portofolio. RVOL dikenalkan oleh Jack L. Treynor pada tahun 1966 dan disebut dengan pengukur Treynor (*Treynor Measure*). Treynor berargumentasi bahwa portofolio yang dibentuk seharusnya adalah portofolio optimal, maka risiko unik (*unsystematic risk*) akan terdiverifikasi dan yang masih tertinggal adalah risiko sistemik yang diukur dengan Beta. Jika portofolio yang dibentuk optimal, maka nilai RVOL sama dengan nilai RVAR. Rumus perhitungan *Reward to Volatility (RVOL)* adalah sebagai berikut.

$$RVOL = \frac{\overline{TR_P} - \overline{R_{BR}}}{\beta_P}$$

Keterangan:

$\overline{TR_P}$	= rata-rata return total portofolio dalam periode tertentu
$\overline{R_{BR}}$	= rata-rata return aset bebas risiko dalam periode tertentu
$\beta_P$	= volatilitas yang diukur dengan beta portofolio periode tertentu (pengukur risiko sistemik)
$\overline{TR_P} - \overline{R_{BR}}$	= return lebih ( <i>excess return</i> ) portofolio

## 3. Reward to Market Risk (RMAR)

*Reward to Market Risk (RMAR)* merupakan kinerja portofolio yang memodifikasi pengukuran *Treynor* dengan menggunakan pembagi yang mempunyai skala yang sama dengan pengukuran Sharpe. RMAR ini dikembangkan oleh Joyiyanto Hartono pada tahun 2013. *Sharpe measure* menggunakan pembagi dengan skala persentase, sedangkan *Treynor measure* membagi dengan skala desimal sehingga sulit untuk diperbandingkan. Pengukur RMAR ini memodifikasi risiko sistemik dari *Treynor measure* yang menggunakan skala ke dalam skala persentase. Risiko sistemik yaitu  $\beta_P \cdot \sigma_M$  (Beta portofolio dikali dengan risiko pasar). Rumus perhitungan RMAR adalah sebagai berikut.

$$RMAR = \frac{\overline{TR_P} - \overline{R_{BR}}}{\beta_P \cdot \sigma_M}$$

Keterangan:

$\overline{TR_P}$	= rata-rata return total portofolio dalam periode tertentu
$\overline{R_{BR}}$	= rata-rata return aset bebas risiko dalam periode tertentu
$\beta_P \cdot \sigma_M$	= risiko pasar (risiko sistemik) portofolio dalam periode tertentu
$\overline{TR_P} - \overline{R_{BR}}$	= return lebih ( <i>excess return</i> ) portofolio

## 4. Jensen's alpha

Jensen's alpha mengukur kinerja portofolio berdasarkan intersepnya. Pengukuran intersep ini diperkenalkan oleh Michael C. Jensen pada tahun 1968 yang dikembangkan dari CAPM. Persamaan CAPM untuk portofolio adalah sebagai berikut.

$$E(R_P) = R_{BR} + \beta_P (E(R_M) - R_{BR})$$

Karena mengukur kinerja historis portofolio, maka nilai ekspektasian di persamaan CAPM dan nilai  $R_{BR}$  diganti menjadi nilai rata-rata historisnya sebagai berikut.

$$\overline{TR_P} = \overline{R_{BR}} + \beta_P (\overline{R_M} - \overline{R_{BR}})$$

Nilai intersep dalam *Jensen's alpha* merupakan selisih antara rata-rata return portofolio dengan nilai menurut CAPM dengan rumus sebagai berikut

$$\alpha_P = \overline{TR_P} - [\overline{R_{BR}} + \beta_P (\overline{R_M} - \overline{R_{BR}})]$$

Atau dapat juga ditulis sebagai berikut:

$$\alpha_P = (\overline{TR_P} - \overline{R_{BR}}) - \beta_P (\overline{R_M} - \overline{R_{BR}})$$

Keterangan:

$\overline{TR_P}$	= rata-rata return total portofolio dalam periode tertentu
$\overline{R_{BR}}$	= rata-rata return aset bebas risiko dalam periode tertentu
$\overline{R_M}$	= rata-rata return pasar dalam periode tertentu
$\overline{TR_P} - \overline{R_{BR}}$	= return premium risiko portofolio ( <i>portfolio risk premium</i> )
$\overline{R_M} - \overline{R_{BR}}$	= rata-rata premium risiko pasar ( <i>Market risk premium</i> )

## Pengembangan Hipotesis

Perusahaan sebagai anggota masyarakat memiliki kewajiban moral mematuhi nilai atau norma yang dibangun secara sosial dalam komunitas masyarakat untuk membangun legitimasi. Ekspektasi masyarakat terhadap tindakan perusahaan dianggap sebagai kontrak sosial antara perusahaan dan masyarakat. Ketika perusahaan menyimpang dari yang diekspektasikan, maka dapat menyebabkan perusahaan kehilangan legitimasi. Legitimasi merupakan persepsi bahwa perusahaan telah bertindak sesuai atau pantas dengan sistem nilai atau norma yang diharapkan oleh masyarakat. Legitimasi menjadi sumber daya yang sangat dibutuhkan oleh perusahaan untuk terus beroperasi (*Resource Based View Theory*). Kehilangan legitimasi dapat mengganggu kelangsungan hidup perusahaan atau organisasi bahkan dapat mengganggu profitabilitas perusahaan. Perusahaan yang sadar sosial mempunyai kepekaan khusus yang memungkinkannya mengungguli pesaingnya (Moskowitz, 1972).

Sesuai dengan *Legitimacy theory*, bahwa perusahaan bertindak dan bertanggung jawab dalam ESG untuk memenuhi ekspektasi masyarakat dan membangun legitimasi. Kepercayaan dan legitimasi ini akan terefleksi melalui loyalitas konsumen, karyawan dan pemasok terhadap perusahaan sehingga dapat meningkatkan kinerja perusahaan yang berkelanjutan, yang akan direpresentasikan sebagai *good news* oleh para investor, dan dipandang sebagai perusahaan yang menguntungkan bagi investor, yang pada akhirnya mendorong investor untuk menginvestasikan dananya kepada perusahaan yang telah bertanggung jawab tersebut. Hal ini kemudian berdampak pada peningkatan harga saham dan kinerja saham yang tercermin dari return saham perusahaan.

Peneliti menduga bahwa dengan membentuk portofolio investasi dari saham-saham perusahaan yang bertanggung jawab dapat memberikan hasil kinerja yang lebih besar dibandingkan membentuk portofolio dari perusahaan yang kurang bertanggung jawab, serta memberikan kinerja yang mengungguli kinerja pasar. Perusahaan yang bertanggung jawab dapat tercermin dari skor ESG yang tinggi, yang menunjukkan bahwa perusahaan memiliki perhatian yang lebih besar terhadap isu dampak sosial, lingkungan dan tata kelola dalam operasional usahanya. Hipotesis dalam penelitian ini yaitu:

H1: Portofolio investasi yang dibentuk dengan kriteria skor ESG yang tinggi memiliki kinerja dan kemampuan diversifikasi yang lebih tinggi dibanding portofolio investasi yang dibentuk dengan kriteria skor ESG yang rendah

## METODE PENELITIAN

### Desain Penelitian Dan Pembentukan Portofolio

Penelitian kuantitatif ini bertujuan untuk menguji dampak pembentukan portofolio SRI berdasarkan skor ESG terhadap kinerja portofolio dengan membandingkan kinerja portofolio

saham SRI dan kinerja portofolio konvensional. Strategi pembentukan portofolio SRI dalam penelitian ini adalah ESG Integration. Sekuritas yang dipilih dalam pembentukan portofolio SRI adalah saham yang memiliki skor ESG berdasarkan database Thompson Routers. Berdasarkan skor ESG pada t-1, kemudian diklasifikasikan menjadi 2 (dua) kelompok yaitu saham-saham dengan skor ESG tertinggi dan terendah berdasarkan nilai median (Pereira et al., 2019). Proporsi saham dalam portofolio tersebut ditentukan dengan *Single Index Model* untuk mendapatkan portofolio yang optimal. Kemudian, peneliti menilai kinerja portofolio dan membandingkan keduanya.

### Populasi Dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek di Indonesia berdasarkan database Thompson Routers. Sampel penelitian dipilih berdasarkan kriteria :

1. Perusahaan non-keuangan yang memiliki nilai ESG berdasarkan data Thompson Routers pada akhir tahun 2022 dan memiliki data return bulanan yang lengkap pada tahun 2023-2024.
2. Perusahaan non-keuangan yang pada akhir tahun 2021 merupakan 30 perusahaan dengan nilai kapitalisasi pasar terbesar dan memiliki data return bulanan yang lengkap pada tahun 2022.

Tabel 2. Hasil Pemilihan Sampel

Kriteria	Total	
Perusahaan Publik Non-Keuangan Berdasarkan Basisdata Thomson Reuter	808	Perusahaan
Tidak Memiliki Data ESG	(734)	Perusahaan
Tidak Memiliki Data Harga Saham Lengkap	(3)	Perusahaan
Sampel ESG	71	Perusahaan

Sumber: Analisis Data, 2025

### Data

Data dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh melalui dokumentasi. Data yang dibutuhkan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

Tabel 3. Data Penelitian

No	Data	Sumber
1	Skor ESG	Thompson Routers
3	Harga Saham Penutupan Januari 2023 – Desember 2024	Thompson Routers
4	Suku Bunga Bebas Risiko (BI-Rate)	Bank Indonesia Website

Sumber: Analisis Data, 2025

### Pengukuran Kinerja Portofolio

Pengukuran kinerja yang digunakan dalam penelitian ini untuk membandingkan portofolio SRI dan portofolio konvensional adalah sebagai berikut.

Tabel 4. Metode Pengukuran Kinerja Portofolio

Kinerja Portofolio	Pengukuran
Reward to Variability (RVAR)	$RVAR = \frac{\overline{TR_p} - \overline{R_{BR}}}{\sigma_p}$
Reward to Volatility (RVOL)	$RVOL = \frac{\overline{TR_p} - \overline{R_{BR}}}{\beta_p}$

Kinerja Portofolio	Pengukuran
Reward to Market Risk (RMAR)	$RMAR = \frac{\overline{TR}_P - \overline{R}_{BR}}{\beta_P \cdot \sigma_M}$
Jensen's alpha	$\alpha_P = (\overline{TR}_P - \overline{R}_{BR}) - \beta_P (\overline{R}_M - \overline{R}_{BR})$

Sumber: Hartono (2013)

## Teknik Analisis Data

Pengujian hipotesis dilakukan dengan membandingkan nilai kinerja portofolio saham *Best ESG* dan *Poor ESG* dari hasil pembentukan portofolio optimal. Hipotesis didukung jika nilai kinerja dari portofolio saham *Best ESG* secara nominal lebih baik daripada nilai kinerja portofolio saham *Poor ESG* ditinjau dari nilai RVAR, RVOL, RMAR, dan Jensen's alpha. Selain itu, pengujian hipotesis dilakukan dengan membandingkan kinerja saham ber-ESG dengan portofolio saham konvensional (dalam hal ini Indeks Harga Saham Indonesia sebagai *benchmark*). Hipotesis didukung jika nilai kinerja dari portofolio saham ber-ESG secara nominal lebih baik daripada nilai kinerja portofolio saham konvensional.

## HASIL DAN PEMBAHASAN

### HASIL

#### Statistik Deskriptif

Hasil statistik deskriptif pada tabel 5 menunjukkan bahwa return portofolio *Best ESG* memiliki nilai minimum sebesar -0,04540 dan maksimum 0,05869, dengan rata-rata return sebesar -0,00397. Standar deviasi pada portofolio *Best ESG* sebesar 0,02046 mengindikasikan tingkat volatilitas yang relatif lebih tinggi dibandingkan portofolio *Poor ESG*. Sementara itu, Portofolio *Poor ESG* mencatat nilai return minimum -0,05621 dan maksimum 0,03529, dengan rata-rata return sebesar -0,00463. Standar deviasi portofolio ini sebesar 0,01854 menunjukkan risiko fluktuasi yang lebih rendah dibandingkan *Best ESG*.

Tabel 5. Statistik Deskriptif Portofolio

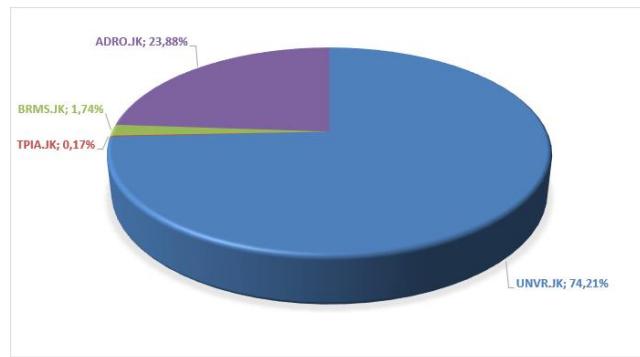
	Min	Max	Mean	Std. Deviasi
Return Portofolio <i>Best ESG</i>	-0.04540	0.05869	-0.00397	0.02046
Return Portofolio <i>Poor ESG</i>	-0.05621	0.03529	-0.00463	0.01854

Sumber: Analisis Data, 2025

#### Pembentukan Portofolio Optimal dengan *Single Index Model*

Berdasarkan sampel penelitian yang terpilih, peneliti membagi sampel menjadi dua kategori, yaitu *Best ESG* dan *Poor ESG*. Pengkategorian ini didasarkan pada skor ESG tahun 2022. Nilai ESG yang lebih dari median data dikategorikan sebagai *Best ESG* (kelompok saham dengan nilai ESG tinggi), sedangkan nilai ESG kurang jadi sama dengan median dikategorikan sebagai *Poor ESG* (kelompok saham dengan nilai ESG rendah). Selanjutnya, peneliti melakukan analisis perhitungan portofolio optimal untuk masing-masing kelompok sebagaimana disajikan dalam Lampiran.

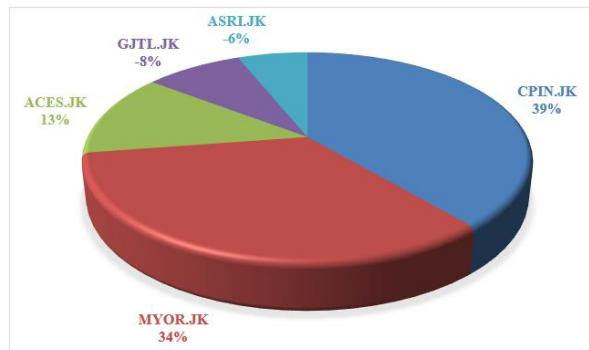
Gambar 2 menunjukkan bahwa komposisi portofolio saham kategori *Best ESG* yang menghasilkan kinerja paling optimal, terdiri UNVR.JK sebesar 74,21%, ADRO sebesar 23,88%, BRMS.JK sebesar 1,74% dan TPIA.JK sebesar 0,17%.



Gambar 2. Portofolio Optimal dari Kategori Saham Best ESG

Sumber: Analisis Data, 2025

Gambar 3 menunjukkan bahwa untuk mencapai kinerja portofolio optimal pada kategori saham *poor ESG*, proporsi portofolio yang diperlukan terdiri dari saham CPIN.JK sebesar 39%, MYOR.JK sebesar 34%, ACES.JK sebesar 13%, GTJTL.JK -8%, dan ASRL.JK -6%. CPIN.JK dan MYOR.JK memiliki peranan utama dalam meningkatkan kinerja portofolio *poor ESG*. Sementara itu, ASRI.JK dan GTJTL.JK menunjukkan bobot negatif yang merefleksikan penerapan strategi short selling (Hartono, 2022).



Gambar 3. Portofolio Optimal dari Kategori Saham Poor ESG

Sumber: Analisis Data, 2025

### Perbandingan Kinerja Portofolio Optimal Best ESG dan Poor ESG

Tabel 6. menunjukkan hasil ringkasan return dan risiko portofolio optimal *Best ESG* dan *Poor ESG*. Kedua portofolio optimal, baik *Best ESG* maupun *Poor ESG*, memiliki kinerja ekspektasian yang negatif, namun dengan karakteristik risiko dan sensitivitas pasar yang berbeda secara signifikan. Portofolio *Best ESG* mencatat expected return ( $E(R_p)$ ) sebesar -0,02730, lebih rendah dibandingkan portofolio *Poor ESG* sebesar -0,00106. Temuan ini mengindikasikan bahwa pada periode pengamatan, strategi investasi berbasis saham dengan skor ESG tinggi belum mampu menghasilkan return optimal dibandingkan kelompok saham dengan skor ESG rendah.

Dari sisi risiko, total risiko portofolio *Best ESG* ( $\sigma_p^2 = 0,00439$ ) lebih tinggi dibandingkan *Poor ESG* ( $\sigma_p^2 = 0,00357$ ). Struktur risiko menunjukkan bahwa risiko unik mendominasi kedua portofolio, namun proporsinya lebih besar pada *Best ESG*. Hal ini mengindikasikan bahwa saham-saham dalam portofolio *Best ESG* memiliki karakteristik idiosinkratik yang lebih kuat, sehingga manfaat diversifikasi belum sepenuhnya optimal.

Aspek yang menarik terlihat pada nilai beta portofolio. *Best ESG* memiliki  $\beta_p$  sebesar 2,30442 yang menunjukkan sensitivitas sangat tinggi terhadap pergerakan pasar, sedangkan *Poor*

ESG justru memiliki beta negatif (-0,82824), mengindikasikan kecenderungan bergerak berlawanan arah dengan pasar. Hasil ini menegaskan bahwa portofolio Best ESG lebih rentan terhadap fluktuasi pasar sistemik. Hasil ini berbeda dengan studi Ameur et al. (2025) dan Liu et al. (2025) yang menemukan bahwa kinerja ESG yang tinggi dapat mengurangi risiko sistemik atau eksposur pergerakan pasar. Hal ini dapat terjadi karena perusahaan ber-ESG di Indonesia cenderung *market-follower* dan bersifat mimetik sehingga membuat portofolio Best ESG lebih sensitif terhadap shock makroekonomi dan volatilitas pasar.

Tabel 6. Ringkasan Return dan Risiko Portofolio Best ESG dan Poor ESG

	Best ESG	Poor ESG
Total Proporsi	100%	100%
$\alpha_p$	-0,02687	0,00042
$\beta_p$	2,30442	-0,82824
$E(R_p)$	-0,02730	-0,00106
Risiko Unik ( $\sum w_i^2 * \sigma_{ei}^2$ )	0,00435	0,00309
Risiko Sistemik ( $\beta_p^2 * \sigma_M^2$ )	0,00004	0,00048
Total Risiko Portofolio ( $\sigma_p^2$ )	0,00439	0,00357

Sumber: Analisis Data, 2025

Penilaian kinerja berbasis *risk-adjusted return* pada tabel 7 memperkuat kesimpulan bahwa portofolio Best ESG belum menunjukkan keunggulan relatif. Nilai *Reward to Variability* (RVAR) untuk portofolio Best ESG sebesar -1,31734 lebih rendah dibanding dengan Poor ESG sebesar -1,02127, menandakan bahwa setiap unit risiko total menghasilkan return yang lebih tidak efisien pada portofolio Best ESG.

Indikator *Reward to Volatility* (RVOL) menunjukkan perbedaan arah kinerja yang cukup tajam. Best ESG menghasilkan nilai RVOL negatif (-0,03788), sementara Poor ESG bernilai positif (0,07372). Secara implisit, hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa portofolio Poor ESG mampu memberikan kompensasi return terhadap volatilitas yang dihadapi, sementara Best ESG gagal memenuhi hubungan risiko-return yang diharapkan investor rasional.

Selain itu, *Reward to Market Risk* (RMAR) pada Best ESG juga negatif (-1,42516) dan lebih buruk dibandingkan Poor ESG yang mencatat nilai positif cukup tinggi (2,77359). Temuan ini semakin menegaskan bahwa risiko pasar yang tinggi pada Best ESG tidak menghasilkan imbal hasil yang sebanding, sehingga menunjukkan adanya inefisiensi alokasi aset pada portofolio tersebut.

Hasil Jensen's Alpha yang negatif pada kedua portofolio memperlihatkan bahwa keduanya belum mampu mengungguli return pasar setelah disesuaikan dengan risiko sistematis. Namun, nilai alpha Poor ESG (-0,08874) lebih rendah dibandingkan Best ESG (-0,01028), yang berarti meskipun Poor ESG unggul dari sisi rasio *risk-adjusted return*, secara absolut keduanya masih berada di bawah kinerja *benchmark*.

Tabel 7. Kinerja Portofolio Best ESG dan Poor ESG Berdasarkan Risk-Adjusted Return

Kinerja Portofolio	Best ESG	Poor ESG
Reward to Variability (RVAR)	-1,31734	-1,02127
Reward to Volatility (RVOL)	-0,03788	0,07372
Reward to Market Risk (RMAR)	-1,42516	2,77359
Jensen's Alpha	-0,01028	-0,08874

Sumber: Analisis Data, 2025

## Pembahasan

Hipotesis H1 menyatakan bahwa portofolio yang dibentuk dari saham dengan skor ESG tinggi akan memiliki kinerja yang lebih unggul dibandingkan portofolio dengan skor ESG rendah. Namun, hasil empiris menunjukkan bahwa hipotesis ini tidak terdukung. Portofolio *Best ESG* mencatat return ekspektasian yang lebih rendah dan risiko total yang lebih tinggi dibandingkan portofolio *Poor ESG*. Selain itu, nilai beta yang sangat tinggi pada portofolio *Best ESG* menandakan tingkat sensitivitas yang besar terhadap fluktuasi pasar, sehingga memperbesar eksposur terhadap risiko sistematis tanpa kompensasi return yang sepadan. Secara teoritis, legitimasi yang diperoleh melalui praktik ESG dipandang sebagai sumber daya strategis yang bernilai (*intangibles resource*), namun hasil penelitian ini menunjukkan bahwa nilai strategis tersebut belum secara efektif diterjemahkan ke dalam keunggulan finansial di pasar modal.

Temuan ini mendukung Ari & Sarıoğlu (2025) yang juga mengonfirmasi bahwa portofolio dengan kinerja ESG yang lebih tinggi menunjukkan return ekspektasian yang lebih rendah. Ari & Sarıoğlu (2025) menyatakan bahwa premium ESG dipengaruhi oleh kondisi sentimen pasar, salah satunya tingkat penghindaran ketidakpastian suatu negara. Tingkat penghindaran ketidakpastian yang tinggi di suatu negara mendorong praktik tanggung jawab ESG menghasilkan insentif yang lebih rendah (Ari & Sarıoğlu, 2025; Shin et al., 2023). Ketika sentimen pasar berada dalam kondisi negatif akibat tingginya ketidakpastian, reaksi investor terhadap praktik ESG menjadi kurang responsif atau bahkan skeptis. ESG tidak dipandang sebagai sinyal nilai tambah positif (Nofsinger, 2017; Sadineni, 2026), tetapi sebagai beban biaya tambahan yang berpotensi menekan profitabilitas. Dalam konteks pasar berkembang Indonesia, di mana tingkat penghindaran ketidakpastian cukup tinggi, investor cenderung lebih responsif terhadap informasi keuangan tradisional dibandingkan sinyal ESG, sehingga ESG belum sepenuhnya menjadi variabel dominan dalam keputusan investasi. Faktor ESG lebih merepresentasikan dimensi reputasional dan etis dibandingkan sebagai determinan utama kinerja portofolio.

Kinerja portofolio *poor ESG* yang lebih unggul juga merefleksikan koreksi *mispricing* akibat bias preferensi investor (Cao et al., 2023; Sadineni, 2026). Investor tidak selalu memproses informasi ESG secara objektif dan efisien, melainkan dipengaruhi oleh heuristik dan *framing* informasi keberlanjutan (Ari & Sarıoğlu, 2025; Nofsinger, 2017). Saham *best ESG* cenderung mengalami *overpricing* (Bofinger et al., 2022) akibat tingginya permintaan dari investor berorientasi keberlanjutan, sehingga harga melampaui nilai fundamental dan menekan return masa depan. Sebaliknya, saham *poor ESG* sering mengalami *underpricing* karena dihindari investor, sehingga diperdagangkan di bawah nilai intrinsiknya. Ketika pasar mengoreksi penilaian tersebut, saham *poor ESG* menghasilkan return lebih tinggi dengan risiko yang relatif lebih baik.

Hasil penelitian ini juga menguatkan konsep temporal *legitimacy gap*, yaitu adanya jeda waktu antara perolehan legitimasi sosial dan realisasi manfaat ekonomi. Perusahaan yang telah berinvestasi dalam praktik ESG membutuhkan waktu untuk mengonversi kepercayaan publik menjadi peningkatan profitabilitas, efisiensi operasional, maupun peningkatan nilai pasar (Asante-Appiah & Lambert, 2023; Strekalina et al., 2023). Temuan ini konsisten dengan Strekalina et al. (2023) yang menyatakan bahwa perusahaan berkelanjutan unggul dalam jangka panjang, namun tidak selalu menunjukkan kinerja superior dalam horizon jangka pendek. Namun, penelitian ini berbanding terbalik dengan Kossentini et al. (2024) yang menyatakan bahwa *risk-averse investors* lebih memilih untuk berinvestasi dalam indeks ESG karena indeks ESG mengurangi risiko pasar dan menawarkan.

## SIMPULAN

Penelitian ini bertujuan menguji efektivitas pembentukan portofolio berbasis ESG dengan membandingkan kinerja portofolio Best ESG dan Poor ESG yang dibentuk menggunakan *Single Index Model*. Sampel penelitian adalah perusahaan publik non-keuangan di Indonesia dengan periode pengamatan return bulanan dari Januari 2023 hingga Desember 2024. Hasil analisis menunjukkan bahwa portofolio *Best ESG* menghasilkan return ekspektasian yang lebih rendah dan risiko total yang lebih tinggi dibandingkan portofolio *Poor ESG*. Selain itu, sensitivitas terhadap pasar (beta) pada portofolio *Best ESG* sangat tinggi, menunjukkan eksposur risiko sistematis yang lebih besar tanpa kompensasi return yang memadai. Penilaian kinerja berbasis *risk-adjusted return* memperkuat temuan tersebut, di mana portofolio *Poor ESG* menunjukkan nilai RVAR, RVOL, dan RMAR yang relatif lebih baik dibanding *Best ESG*. Meskipun demikian, kedua portofolio belum mampu mengungguli kinerja pasar, sebagaimana ditunjukkan oleh nilai *Jensen's Alpha* yang negatif. Penelitian ini memberikan wawasan bagi investor dan manajer investasi bahwa ESG tidak selalu bertindak sebagai *value-enhancing mechanism*, melainkan dalam kondisi tertentu berpotensi menciptakan distorsi harga akibat ekspektasi pasar yang irrasional. Bagi investor dan manajer investasi, keputusan investasi ESG perlu disertai dengan analisis fundamental, risiko sistematis, dan kondisi makroekonomi agar pembentukan portofolio optimal tidak disertai semata-mata didasarkan pada dimensi keberlanjutan normatif. *Short selling* memungkinkan investor melakukan koreksi terhadap potensi mispricing dengan mengambil posisi negatif pada saham yang memiliki skor ESG tinggi namun tidak didukung oleh fundamental yang sepadan, sehingga portofolio dapat tetap mempertahankan orientasi keberlanjutan tanpa mengorbankan efisiensi risiko-return. Penelitian ini memiliki keterbatasan periode pengamatan yang relatif pendek sehingga berpotensi belum mampu menangkap manfaat jangka panjang dari praktik ESG terhadap kinerja portofolio. Penelitian selanjutnya disarankan untuk menggunakan periode observasi yang lebih panjang guna menguji efek ESG dalam horizon jangka menengah dan panjang, serta memperluas pendekatan metodologis dengan mengombinasikan model multifaktor seperti Fama-French atau Carhart four-factor model. Selain itu, penelitian ini belum mempertimbangkan faktor-faktor makroekonomi dan sentimen pasar yang secara dinamis memengaruhi hubungan antara ESG dan kinerja investasi. Penelitian selanjutnya dapat melakukan analisis yang lebih mendalam dengan menambahkan variabel makroekonomi dan indikator sentimen pasar untuk memahami dinamika kinerja portofolio ESG secara lebih komprehensif.

## DAFTAR PUSTAKA

Ahdiat, A. (2022). *Ini Tren Investasi ESG di Indonesia Sampai 2021*. Kata Data. <https://databoks.katadata.co.id/datapublish/2022/07/28/ini-tren-investasi-esg-di-indonesia-sampai-2021>

Akin, I., & Akin, M. (2025). Mandated ESG disclosure and its effects on earnings quality and cost of capital: evidence from European stock markets. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*.

Ameur, H. Ben, Ftiti, Z., & Louhichi, W. (2025). Do ESG investments improve portfolio diversification and risk management during times of uncertainty. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 103, 102199.

Ari, G., & Sarıoğlu, S. E. (2025). Are investor preferences for ESG driven by sentiment and national culture? *Borsa İstanbul Review*.

Asante-Appiah, B., & Lambert, T. A. (2023). The role of the external auditor in managing environmental, social, and governance (ESG) reputation risk. *Review of Accounting Studies*, 28(4), 2589–2641.

Auer, B. R. (2016). Do Socially Responsible Investment Policies Add or Destroy European Stock Portfolio Value? *Journal of Business Ethics*, 135(2), 381–397. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2454-7>

Badía, G., Cortez, M. C., & Ferruz, L. (2020). Socially responsible investing worldwide: Do markets value corporate social responsibility? *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(6), 2751–2764. <https://doi.org/10.1002/csr.1999>

Badía, G., Ferruz, L., & Cortez, M. C. (2021). The performance of social responsible investing from retail investors' perspective: international evidence. *International Journal of Finance and Economics*, 26(4), 6074–6088. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2109>

Bofinger, Y., Heyden, K. J., Rock, B., & Bannier, C. E. (2022). The sustainability trap: Active fund managers between ESG investing and fund overpricing. *Finance Research Letters*, 45, 102160.

Cao, J., Titman, S., Zhan, X., & Zhang, W. (2023). ESG preference, institutional trading, and stock return patterns. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 58(5), 1843–1877.

Deegan, C. (2007). Organizational Legitimacy as a Motive for Sustainability Reporting. In *Sustainability Accounting and Accountability* (pp. 127–149).

Diltz, J. D. (1995). The private cost of socially responsible investing. *Applied Financial Economics*, 5(2), 69–77. <https://doi.org/10.1080/758529174>

Dumitrescu, A., Järvinen, J., & Zakriya, M. (2023). Hidden Gem or Fool's Gold: Can passive ESG ETFs outperform the benchmarks? *International Review of Financial Analysis*, 86(January). <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.102540>

GSIA. (2020). Global Sustainable Investment Review 2020. In *Report*. <http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf#:~:text=This%202020%20Global%20Sustainable%20Investment%20Review%20is,as%20at%20the%20beginning%20of%2020203.~msclkid=7f3e9930c24511ec94e412ed13d80152>

Hartono, J. (2022). *Portofolio dan Analisis Investasi - Pendekatan Modul* (Edisi 2). Penerbit ANDI Yogyakarta (Anggota IKAPI).

Kossentini, H., Belhassine, O., & Zenaidi, A. (2024). ESG index performance: European evidence. *Journal of Asset Management*, 25(7), 653–665.

Liu, X., Wu, Y., & Li, X. (2025). How does ESG affect systemic tail risk? *International Review of Financial Analysis*, 103, 104192.

Losse, M., & Geissdoerfer, M. (2021). Mapping socially responsible investing: A bibliometric and citation network analysis. *Journal of Cleaner Production*, 296. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2021.126376>

Moskowitz, M. R. (1972). Choosing Socially Responsible Stocks. In *Business & Society Review* (Issue 1, pp. 71–75). <http://ezproxy.mytyndale.ca:2048/login?url=http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=buh&AN=6453516&site=ehost-live&scope=site>

Naffa, H., & Fain, M. (2020). Performance measurement of ESG-themed megatrend investments in global equity markets using pure factor portfolios methodology. In *PLoS ONE* (Vol. 15, Issue 12 December 2020). <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0244225>

Nofsinger, J. R. (2017). *The psychology of investing*. Routledge.

Pinto, I., & Gaio, C. (2025). ESG Performance and Information Asymmetry: The Moderating Role of Ownership Concentration. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*.

Sadineni, H. (2026). Optimization of Sustainable Portfolios Considering Behavioral Biases: ESG Risk Management. In *Risk Management and Corporate Governance in Unpredictable Business Environments* (pp. 139–170). IGI Global Scientific Publishing.

Schueth, S. (2003). Socially Responsible Investing in the United States. *Journal of Business Ethics*, 43(3), 189–194. <https://doi.org/10.1023/A:1022981828869>

Shin, J., Moon, J. J., & Kang, J. (2023). Where does ESG pay? The role of national culture in moderating the relationship between ESG performance and financial performance. *International Business Review*, 32(3). <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2022.102071>

Sparkes, R. (2002). *Socially Responsible Investment*. John Wiley & Sons, Ltd.

Strelakalina, A., Zakirova, R., Shinkarenko, A., & Vatsaniuk, E. (2023). The Impact of ESG Ratings

on Financial Performance of the Companies: Evidence from BRICS Countries. *Корпоративные Финансы*, 17(4), 93–113.

Suchman, M. C. (1995). Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. *Academy of Management Review*, 20(3), 571–610.

Tan, Y. M., Szulczyk, K., & Sii, Y. H. (2023). Performance of ESG-integrated smart beta strategies in Asia-Pacific stock markets. *Research in International Business and Finance*, 66(October 2022). <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2023.102008>

Ur Rehman, R., Zhang, J., Uppal, J., Cullinan, C., & Akram Naseem, M. (2016). Are environmental social governance equity indices a better choice for investors? An Asian perspective. *Business Ethics*, 25(4), 440–459. <https://doi.org/10.1111/beer.12127>

Xu, X., & Wang, A. (2025). ESG ratings, information transparency and stock price crash risk. *Finance Research Letters*, 108395.