

1. Pendahuluan

1.1 Latar Belakang

Konsep *green economy* dalam era globalisasi dan adanya perubahan iklim mendapatkan perhatian di seluruh dunia termasuk Indonesia. *Green economy* berfokus pada integrasi pertumbuhan ekonomi dengan perlindungan lingkungan, dengan tujuan meningkatkan kesejahteraan manusia dan kesetaraan sosial tanpa merusak sumber daya alam. Transisi menuju *green economy* di Indonesia didorong oleh kebijakan pemerintah yang menargetkan pengurangan emisi gas rumah kaca dan peningkatan penggunaan energi terbarukan, sebagaimana tercantum dalam Rencana Pembangunan Jangka Menengah Nasional (RPJMN) 2020-2024 (Bappenas, 2019). Meskipun ada kebijakan pemerintah yang mendukung praktik ramah lingkungan, pada kenyataannya banyak perusahaan yang masih mengabaikannya. Implementasi dari kebijakan tersebut menghadapi berbagai tantangan diantaranya yaitu peningkatan deforestasi untuk keperluan industri yang berdampak pada emisi gas rumah kaca serta konflik antara pertumbuhan ekonomi dan perlindungan lingkungan. Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Wahana Lingkungan Hidup Indonesia (WALHI), ditemukan bahwa area seluas 159 juta hektar telah dialokasikan untuk izin investasi di sektor industri ekstraktif. Dari total wilayah daratan, sekitar 82,91% secara legal dikuasai oleh perusahaan-perusahaan, sementara di wilayah laut, angka tersebut mencapai 29,75% (WALHI, 2021). Selain itu, data dari *Intergovernmental Science-Policy Platform on Biodiversity and Ecosystem Services* (IPBES) pada tahun 2018 menunjukkan bahwa Indonesia kehilangan hutan seluas 680 ribu hektar setiap tahun, menjadikannya sebagai negara dengan tingkat kehilangan hutan tertinggi di Asia Tenggara (IPBES, 2018). Sektor kehutanan di Indonesia merupakan penyumbang terbesar emisi gas rumah kaca yang mencapai 50% dari total emisi nasional. Hal ini disebabkan oleh kebakaran hutan dan lahan gambut, serta aktivitas deforestasi yang terus berlanjut untuk keperluan industri. Upaya menurunkan emisi melalui restorasi lahan gambut dan pengurangan laju deforestasi masih dianggap belum optimal (Risandi & Sirait, 2021). Kebijakan REDD+ (*Reducing Emissions from Deforestation and Forest Degradation*) dirancang untuk memberikan insentif keuangan dalam mengurangi emisi dari deforestasi dan degradasi hutan. Namun, implementasinya sering kali terhambat oleh kepentingan ekonomi yang lebih mendesak, seperti pembukaan lahan untuk pertanian dan industri, yang memperburuk konflik antara pertumbuhan ekonomi dan perlindungan lingkungan (Huwae, 2022).

Seiring dengan meningkatnya kesadaran masyarakat terhadap isu lingkungan, perusahaan-perusahaan di Indonesia semakin terdorong untuk mengadopsi praktik bisnis yang ramah lingkungan dan mematuhi standar *Environmental, Social, and Governance* (ESG). Penelitian menunjukkan bahwa perusahaan yang menerapkan praktik ESG yang baik cenderung memiliki kinerja keuangan yang lebih baik dan risiko yang lebih rendah (Friede dkk., 2015). Dengan demikian, ESG menjadi kerangka kerja perusahaan untuk berkontribusi dalam mewujudkan *green economy* melalui kebijakan dan praktik yang memastikan pertumbuhan ekonomi sejalan dengan perlindungan lingkungan dan kesejahteraan sosial (Iswara, 2022). Hal ini mendorong banyak perusahaan untuk mengadopsi praktik yang lebih ramah lingkungan dan berkelanjutan, sehingga investor semakin mempertimbangkan faktor-faktor ESG dalam pengambilan keputusan berinvestasi.

Secara konseptual, *green economy* merupakan paradigma pembangunan pada tingkat makro yang menekankan pertumbuhan ekonomi rendah karbon, efisiensi sumber daya, dan keberlanjutan sosial. Sementara itu, ESG merupakan instrumen implementatif pada tingkat perusahaan yang digunakan untuk mengintegrasikan prinsip-prinsip keberlanjutan tersebut ke dalam strategi dan operasional bisnis. Dengan demikian, perusahaan yang menerapkan ESG

secara konsisten dapat dipandang sebagai representasi mikro dari upaya mewujudkan *green economy*. Dalam konteks pasar modal, indeks saham berbasis ESG menjadi refleksi transformasi tersebut dalam mekanisme alokasi modal.

Masyarakat kontemporer mengenal investasi untuk memperoleh keuntungan di masa yang akan datang. Pemahaman masyarakat dalam keputusan investasi semakin meningkat sejalan dengan pengetahuan atas keuntungan investasi (Paningrum, 2022). Bentuk investasi yang populer di kalangan masyarakat salah satunya yaitu investasi saham. Masyarakat yang ingin menjadi investor perlu melihat peluang investasi yang menjanjikan supaya investasi tersebut dapat menghasilkan *return* yang lebih tinggi dengan tingkat risiko yang lebih rendah di masa depan. Oleh karena itu, pengambilan keputusan berinvestasi saham sangat penting karena dapat berdampak pada potensi keuntungan dan risiko yang akan dihadapi.

Permasalahan yang dihadapi investor di pasar modal adalah kesulitan dalam menentukan saham mana yang dianggap paling menguntungkan, disebabkan oleh keterbatasan kognitif mereka dalam menganalisis dan menginterpretasikan semua informasi yang ada (Guermat, 2014). Selain itu, kurangnya perhatian investor terhadap tingkat risiko yang ada juga berkontribusi pada kesalahan dalam pemilihan saham, yang pada akhirnya mengakibatkan kerugian. Pengambilan keputusan berinvestasi yang dilakukan oleh investor perlu mempertimbangkan berbagai faktor terutama yang dapat memengaruhi hasil investasi. Menurut Fakhirah & Komara (2024) dalam menghitung tingkat pengembalian yang diharapkan (*expected return*) dari suatu saham berdasarkan risiko, biasanya menggunakan metode *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) dan *Arbitrage Pricing Theory* (APT). Salah satu metode perhitungan *expected return* sering digunakan dan menjadi acuan umum investor adalah CAPM. Menurut penelitian yang sudah dikerjakan oleh Siahaan (2018), Gea & Silalahi (2022) dan Maisyuri dkk. (2023), mengatakan bahwa metode CAPM lebih akurat daripada metode APT untuk meramalkan *return* saham dalam mengambil sebuah keputusan investasi saham. Salah satu keunggulan yang paling terkenal dari CAPM adalah kesederhanaannya. Pengguna hanya perlu memasukkan beberapa input dasar ke dalam model, seperti suku bunga bebas risiko, risiko pasar, dan beta. Dengan cara ini, pengguna dapat dengan mudah memperkirakan tingkat pengembalian yang diharapkan (*expected return*) untuk suatu aset. Metode ini bahkan dapat digunakan dengan baik oleh pemula untuk memperoleh pemahaman dasar tentang pasar keuangan dan aset (Kuncoro, 2023). Selain itu, metode CAPM cocok digunakan untuk para investor yang cenderung menghindari risiko (Pristiwati & Widianingsih, 2019).

Pengertian CAPM menurut Tandelilin (2017) adalah model keseimbangan yang menggambarkan hubungan risiko dengan *return* secara lebih sederhana dan hanya menggunakan satu variabel (variabel beta) untuk menggambarkan risiko. Metode tersebut dapat mengaitkan antara tingkat *expected return* dari suatu aset yang memiliki risiko dengan risiko dari aset tersebut pada suatu kondisi pasar yang seimbang sehingga menjadi dasar untuk menentukan apakah saham tersebut layak untuk dibeli atau tidak (Hasan dkk., 2019). Hal tersebut selaras dengan tujuan metode ini yaitu membantu para investor dalam menyeleksi saham dan meminimalisir investasi yang berisiko.

Berdasarkan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Nurwulandari (2020), Puspita dkk. (2020), Urwah dkk. (2024), serta Setyawan & Mutamimah (2025) terbukti adanya hubungan positif antara risiko sistematis (beta) dengan *expected return*, di mana peningkatan risiko sistematis akan diikuti oleh peningkatan tingkat pengembalian yang diharapkan. Hasil ini sejalan dengan teori dasar *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) yang menyatakan bahwa semakin tinggi risiko yang ditanggung investor, semakin besar pula imbal hasil yang diharapkan. Namun, hasil tersebut berbeda dengan Hasan dkk. (2019), Putrie & Nurdyah (2024), Negara (2023), serta Alamsyah dkk. (2022) yang menunjukkan adanya hubungan

negatif antara risiko sistematis dengan *expected return*, menandakan bahwa dalam kondisi pasar tertentu peningkatan risiko tidak selalu diikuti oleh kenaikan pengembalian. Lebih lanjut, penelitian Jamaludin & Mithu (2024), Zhang (2024), serta Zhu (2023) memperkuat validitas empiris CAPM di pasar internasional dengan menunjukkan adanya korelasi positif antara risiko dan pengembalian, sedangkan penelitian Ramli & Lestari (2024) menegaskan bahwa konsep efisiensi CAPM juga relevan diterapkan pada investasi saham berbasis syariah.

Seiring dengan meningkatnya perhatian terhadap isu lingkungan dan sosial, kesadaran akan pentingnya investasi berkelanjutan dan tanggung jawab sosial perusahaan semakin meningkat di kalangan investor. Dalam laporan dari PwC tahun 2021 yang dipublikasikan pada *press release* 10 Oktober 2022 (PwC, 2022), 88% investor institusional di Indonesia menyatakan bahwa mereka mempertimbangkan faktor keberlanjutan dalam keputusan investasinya. Namun, meskipun banyak informasi yang tersedia mengenai indeks *Environmental, Social, and Governance* (ESG), terdapat kesenjangan signifikan dalam penerapan model *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) untuk pengambilan keputusan investasi di sektor ini (Khan dkk., 2016). Banyak investor yang merasa kurang percaya diri dalam menggunakan CAPM untuk menganalisis kinerja saham yang termasuk dalam indeks ESG, mengakibatkan kurangnya pemahaman yang mendalam tentang hubungan antara risiko dan imbal hasil (Friede dkk., 2015). Selain itu, keterbatasan penelitian sebelumnya mengenai penerapan CAPM dalam konteks indeks ESG di Indonesia menunjukkan perlunya analisis yang lebih komprehensif (Sullivan & Mackenzie, 2017). Dengan perkembangan regulasi yang mendukung investasi berkelanjutan, penelitian ini diharapkan dapat memberikan wawasan baru tentang bagaimana CAPM dapat digunakan dalam membuat keputusan investasi yang lebih baik di pasar yang semakin kompleks ini (Eccles dkk., 2014).

Peningkatan minat terhadap investasi berbasis ESG menimbulkan fenomena baru di pasar modal, yaitu pergeseran preferensi investor dari sekadar pertimbangan finansial menuju integrasi faktor keberlanjutan. Kondisi ini menimbulkan pertanyaan apakah saham berbasis ESG tetap mengikuti pola hubungan risiko dan return sebagaimana dijelaskan dalam teori keuangan pada umumnya. Jika preferensi keberlanjutan memengaruhi perilaku investor, maka terdapat kemungkinan bahwa mekanisme pembentukan return pada saham ESG berbeda dibandingkan saham konvensional.

Dalam perspektif teori keuangan modern, hubungan antara risiko dan return pada dasarnya dijelaskan melalui kerangka keseimbangan pasar yang mengasumsikan investor bersifat rasional dan hanya mempertimbangkan faktor risiko sistematis. Namun, perkembangan investasi berkelanjutan menunjukkan bahwa preferensi investor tidak lagi semata-mata didasarkan pada pertimbangan finansial, melainkan juga memasukkan dimensi non-keuangan seperti lingkungan, sosial, dan tata kelola. Perubahan preferensi ini berpotensi memengaruhi mekanisme pembentukan harga saham dan struktur risiko di pasar modal, sehingga menimbulkan pertanyaan apakah model tradisional seperti CAPM masih mampu menjelaskan hubungan risiko dan *expected return* secara konsisten pada saham berbasis ESG.

Dalam konteks tersebut, pemahaman terhadap investasi berbasis ESG tidak dapat dilepaskan dari perkembangan paradigma *green economy* yang menekankan pertumbuhan ekonomi berkelanjutan melalui integrasi aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola. *Green economy* berfungsi sebagai kerangka pembangunan makro yang mendorong efisiensi sumber daya, rendah emisi, serta tanggung jawab sosial, sedangkan ESG merupakan instrumen pada tingkat perusahaan yang digunakan untuk mengukur implementasi prinsip tersebut dalam praktik bisnis. Dengan demikian, keberadaan saham berbasis ESG di pasar modal dapat dipandang sebagai manifestasi dukungan sektor keuangan terhadap transisi menuju ekonomi hijau, sehingga relevan untuk dianalisis dalam konteks risiko dan return investasi.

Pada indeks saham ramah lingkungan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia yaitu IDXESGL (IDX ESG *Leaders*), penerapan CAPM dapat memberikan wawasan yang lebih dalam tentang bagaimana risiko dan *return* dapat dianalisis dari perusahaan-perusahaan yang berkomitmen terhadap prinsip-prinsip *green economy*. Namun, penerapan CAPM pada IDXESGL terdapat beberapa tantangan antara lain yaitu kurangnya data yang konsisten dan transparan mengenai kinerja ESG sehingga dapat menyulitkan analisis risiko yang akurat. Sebagaimana yang telah diungkapkan oleh Eccles dkk. (2014) perusahaan yang lebih transparan dalam memberikan laporan keberlanjutan cenderung memiliki kinerja yang lebih baik dalam jangka panjang. Oleh karena itu, penting untuk melakukan penelitian yang mendalam untuk memahami bagaimana CAPM dapat diintegrasikan dengan faktor-faktor ESG dalam pengambilan keputusan investasi di indeks IDXESGL.

Meskipun indeks IDXESGL telah berkembang sebagai representasi saham berkelanjutan di Indonesia, belum terdapat penelitian empiris yang secara khusus menguji konsistensi hubungan antara risiko sistematis (beta) dan *expected return* pada indeks tersebut berdasarkan teori Capital Asset Pricing Model (CAPM). Sejumlah penelitian terdahulu menunjukkan hasil yang tidak konsisten mengenai hubungan beta dan *return*, di mana sebagian menemukan hubungan positif, sementara lainnya menunjukkan hubungan negatif. Selain itu, studi sebelumnya mengenai faktor ESG menyatakan bahwa peringkat ESG yang lebih tinggi, baik secara keseluruhan maupun pada masing-masing pilar (E, S, dan G), berkontribusi terhadap peningkatan stabilitas sistem keuangan melalui penurunan risiko individu dan risiko sistemik (Stolbov & Shchepeleva, 2022). Temuan tersebut mengindikasikan pentingnya integrasi faktor ESG dalam analisis investasi, termasuk dalam kerangka CAPM. Namun demikian, hingga saat ini belum terdapat penelitian yang secara spesifik mengaitkan analisis CAPM dengan pengambilan keputusan investasi pada indeks IDXESGL, sehingga penelitian ini mengisi kesenjangan tersebut.

Melalui penelitian ini, diharapkan dapat memberikan wawasan yang lebih baik mengenai potensi dan tantangan yang dihadapi oleh investor dalam mengambil keputusan berbasis CAPM di IDXESGL. Temuan dari penelitian ini tidak hanya akan berkontribusi pada pengembangan teori investasi yang mempertimbangkan aspek lingkungan, tetapi juga memberikan panduan praktis bagi investor untuk berinvestasi dalam perusahaan yang mendukung *green economy* di Indonesia. Dengan demikian, penelitian ini dapat mendorong pertumbuhan perusahaan yang berkelanjutan dan meningkatkan kesadaran akan pentingnya investasi yang bertanggung jawab.

Pemilihan indeks IDXESGL sebagai objek penelitian didasarkan pada karakteristiknya sebagai indeks yang merepresentasikan perusahaan dengan kinerja ESG relatif tinggi di pasar modal Indonesia. Indeks ini menjadi relevan untuk menguji apakah saham berbasis keberlanjutan memiliki karakteristik risiko dan *return* yang sejalan dengan teori keuangan pada umumnya. Sementara itu, CAPM dipilih sebagai alat analisis karena model ini secara teoritis menjelaskan hubungan antara risiko sistematis dan *expected return* melalui pendekatan yang sederhana dan umum digunakan dalam praktik investasi. Analisis terhadap CAPM pada indeks ESG menjadi penting untuk menilai apakah model tersebut masih mampu menjelaskan perilaku *return* dalam konteks investasi berkelanjutan.

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis bagaimana penggunaan CAPM digunakan untuk mengukur hubungan antara risiko sistematis dan *expected return*, di mana investor perlu mempertimbangkan informasi yang disampaikan oleh perusahaan sebagai sinyal untuk menilai prospek investasi. Perusahaan yang mempertimbangkan aspek ESG menunjukkan komitmen terhadap keberlanjutan dan tanggung jawab sosial, sehingga dapat memberikan sinyal positif kepada investor. Selanjutnya, sinyal ini mempengaruhi persepsi investor terhadap risiko dan *expected return*. Oleh karena itu, pemahaman tentang Teori Signaling sangat penting bagi

investor dalam menganalisis dan menginterpretasikan informasi yang relevan, sehingga mereka dapat membuat keputusan investasi yang lebih tepat berdasarkan model CAPM. Penelitian ini bertujuan untuk mengeksplorasi bagaimana sinyal yang diberikan oleh perusahaan-perusahaan yang terdaftar di IDXESGL mempengaruhi persepsi risiko dan *expected return*, serta kontribusinya terhadap pengambilan keputusan investasi yang lebih baik.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang tersebut, maka rumusan masalah dalam penelitian ini adalah:

1. Bagaimana hubungan antara risiko sistematis (beta) dan *expected return* pada saham yang tergabung dalam indeks IDXESGL periode 2021–2024 berdasarkan pendekatan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM)?
2. Apakah hubungan antara risiko sistematis (beta) dan *expected return* pada saham IDXESGL konsisten dengan teori *Capital Asset Pricing Model* (CAPM)?
3. Bagaimana klasifikasi saham IDXESGL ke dalam kategori *undervalued* dan *overvalued* berdasarkan perbandingan *realized return* dan *expected return* menurut CAPM?
4. Bagaimana implikasi hasil analisis CAPM terhadap pengambilan keputusan investasi pada saham IDXESGL?

1.3 Tujuan Penelitian

1. Menganalisis hubungan antara risiko sistematis (beta) dan *expected return* pada saham IDXESGL periode 2021–2024 menggunakan metode CAPM.
2. Menguji konsistensi hubungan risiko dan return pada indeks IDXESGL terhadap teori *Capital Asset Pricing Model* (CAPM).
3. Mengklasifikasikan saham IDXESGL ke dalam kategori *undervalued* dan *overvalued* berdasarkan pendekatan CAPM.
4. Memberikan implikasi keputusan investasi (beli atau jual) berdasarkan hasil analisis CAPM terhadap saham IDXESGL.

1.4 Manfaat Penelitian

1. Manfaat Teoritis

Penelitian ini diharapkan dapat menambah pengetahuan yang lebih mendalam secara teoritis terkait penggunaan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) dalam mengambil keputusan investasi saham dengan menganalisis return dan risiko.

2. Manfaat Praktis

- a. Bagi Penulis

Hasil penelitian ini dapat menjadi referensi bagi peneliti lain yang ingin mengeksplorasi lebih lanjut tentang hubungan antara kinerja *Environmental, Social, and Governance* (ESG) dan keputusan investasi, serta penerapan model-model penilaian aset lainnya.

b. Bagi Investor

Pengetahuan tentang *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) membantu investor untuk lebih efektif dalam menilai kinerja portofolio sesuai dengan risiko yang diambil. Dengan pemahaman ini, investor dapat membuat keputusan yang lebih baik mengenai bagaimana mendiversifikasi aset yang dimiliki.

c. Bagi Lembaga Pendidikan

Penelitian ini dapat digunakan untuk memperkaya silabi di program studi keuangan atau manajemen investasi, memberikan contoh nyata tentang penerapan teori dalam praktik.

2. Kajian Pustaka

2.1 Teori Signaling

Kajian teori dalam penelitian ini berfokus pada Teori Signaling yang pertama kali dikemukakan oleh Michael Spence, seorang ekonom yang menerima Hadiah Nobel dalam Ekonomi pada tahun 2001. Spence memperkenalkan teori ini dalam konteks pasar tenaga kerja pada tahun 1973, di mana ia menjelaskan bagaimana individu dapat menggunakan pendidikan sebagai sinyal untuk menunjukkan kemampuan dan kualitasnya kepada calon pemberi kerja (Spence, 1973). Konsep ini kemudian diperluas ke berbagai bidang, termasuk ekonomi perusahaan dan keuangan, untuk menjelaskan bagaimana perusahaan dapat memberikan sinyal kepada investor mengenai kualitas dan prospek perusahaan tersebut.

Teori ini menjelaskan bagaimana perusahaan memberikan sinyal kepada investor mengenai prospek dan nilai perusahaan melalui informasi yang disampaikan. Teori ini berakar pada konsep asimetri informasi, di mana manajemen perusahaan memiliki lebih banyak informasi tentang kondisi internal dan prospek masa depan dibandingkan dengan investor (Bergh dkk., 2014). Oleh karena itu, perusahaan perlu memberikan sinyal yang jelas untuk mengurangi ketidakpastian dan membantu investor dalam pengambilan keputusan. Misalnya, tindakan seperti penerbitan utang atau pengumuman laba dapat berfungsi sebagai sinyal positif atau negatif tentang kesehatan perusahaan. Jika manajemen percaya bahwa prospek perusahaan baik, keputusannya yaitu memilih untuk tidak menjual saham baru, melainkan mencari pendanaan melalui utang, yang menunjukkan kepercayaan terhadap nilai perusahaan.

2.2 Investasi

Investasi pada dasarnya adalah upaya menanamkan modal sekarang dengan harapan mendapatkan keuntungan yang lebih besar di masa yang akan datang. Teori ekonomi mendefinisikan investasi sebagai biaya untuk pembelian modal atau barang-barang yang tidak digunakan saat ini tetapi untuk memproduksi barang atau jasa di masa mendatang (Fadhilah, 2022).

Menurut Tandelilin (2017) “investasi adalah komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan pada saat ini dengan tujuan memperoleh sejumlah keuntungan di masa yang akan datang”. Jogyanto (2022) menyatakan bahwa “investasi adalah penundaan konsumsi sekarang untuk dimasukkan ke aktiva produktif selama periode waktu yang tertentu”. Berdasarkan pengertian di atas dapat disimpulkan bahwa investasi adalah penundaan konsumsi saat ini untuk memperoleh keuntungan di masa depan.

Pasar modal adalah kegiatan yang melibatkan perdagangan efek, penawaran umum, perusahaan publik terkait efek yang diterbitkan, serta lembaga dan profesi terkait efek. Perannya penting dalam ekonomi suatu negara karena memiliki dua fungsi utama: ekonomi dan keuangan (UU Nomor 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal, 1995).

Dengan adanya pasar modal, individu yang memiliki dana ekstra dapat menginvestasikan uangnya dengan harapan mendapatkan imbal hasil. Investasi di pasar modal sebenarnya mirip dengan investasi lainnya, hanya saja instrumen investasinya berupa surat berharga. Saham adalah salah satu instrumen di pasar modal. Saham merupakan bukti kepemilikan atas aset perusahaan yang menerbitkannya. Menurut Sudarmanto dkk. (2021) terdapat dua jenis saham yaitu saham preferen (*Preferen Stock*) dan saham biasa (*Common Stock*). Saham preferen memiliki sifat yang mirip dengan obligasi dan saham biasa karena memberikan pendapatan tetap, sedangkan saham biasa menunjukkan kepemilikan atas aset perusahaan (Sudarmanto dkk., 2021).

2.3 Return

Menurut Tandelilin (2017) “*Return* merupakan salah satu faktor yang memotivasi investor berinvestasi dan juga merupakan imbalan atas keberanian investor menanggung risiko atas investasi yang dilakukannya”. Jogiyanto (2022) menyatakan bahwa “*Return* merupakan hasil yang diperoleh dari investasi. *Return* dapat berupa *realized return* yang sudah terjadi atau *expected return* yang belum terjadi tetapi diharapkan akan terjadi di masa mendatang”. Berdasarkan pengertian di atas dapat disimpulkan bahwa *return* adalah imbal hasil atas investasi.

Menurut Jogiyanto (2022), ada 2 jenis *return* yaitu *realized return* dan *expected return*. *Realized return* merupakan *return* yang sudah terjadi. *Return* ini dihitung dengan menggunakan data historis. *Realized return* penting karena untuk mengukur kinerja perusahaan serta membantu dalam penentuan *expected return* dan risiko yang akan datang. *Expected return* adalah imbal hasil yang akan diperoleh di masa mendatang.

Sumber dari *return* investasi terdiri dari dua komponen utama, yaitu *yield* dan *capital gain*. *Yield* merupakan komponen utama dari *return* yang menunjukkan aliran kas atau pendapatan yang diterima secara berkala dari suatu investasi. Sedangkan, *capital gain* (atau *loss*) mencerminkan peningkatan atau penurunan nilai suatu surat berharga yang memberikan keuntungan bagi investor. Total *return* dari suatu investasi didapatkan dari hasil penjumlahan antara *yield* dan *capital gain* (Tandelilin, 2017).

2.4 Risiko

Menurut Tandelilin (2017), risiko merupakan kemungkinan perbedaan *return* aktual dengan *expected return*. Perbedaan kemungkinan yang semakin besar mengakibatkan risiko investasi yang semakin besar pula. *Return* dan risiko tidak dapat dipisahkan karena dalam suatu investasi harus mempertimbangkan kedua faktor tersebut. Semakin besar risiko yang diambil maka semakin besar *return* yang akan diperoleh sehingga keduanya memiliki hubungan yang positif pula (Jogiyanto, 2022). Berdasarkan pengertian di atas dapat disimpulkan bahwa risiko adalah perbedaan antara *realized return* dan *expected return*.

Risiko terbagi menjadi dua jenis yaitu risiko sistematis (*systematic risk*) dan risiko tidak sistematis (*unsystematic risk*), seperti yang diungkapkan oleh Tandelilin (2017). Risiko sistematis tidak dapat didiversifikasi karena tidak terkait dengan perubahan pasar secara keseluruhan, yang akan mempengaruhi *return* investasi. Sebaliknya, risiko tidak sistematis dapat diminimalisir dengan diversifikasi.

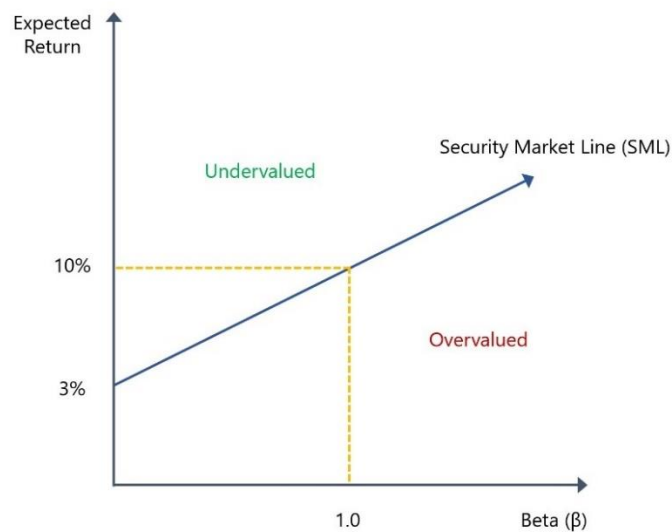
2.5 Beta

Menurut Tandelilin (2017) “Beta adalah kovarians *return* sekuritas dengan *market return* yang distandarisasi dengan varians *return* saham”. Jogiyanto (2022) menyatakan bahwa, beta merupakan pengukur volatilitas *return* portofolio dengan *market return*. Volatilitas adalah fluktuasi dari *return-return* suatu sekuritas atau portofolio dalam suatu periode waktu tertentu. Dalam CAPM, variabel beta menunjukkan tingkat risiko, yang merupakan ukuran kepekaan saham. Semakin besar beta suatu saham, semakin besar risiko yang terkandung di dalamnya. Tingkat pengembalian pasar yang digunakan adalah tingkat pengembalian kesempatan investasi rata-rata di pasar modal. Nilai beta sekuritas adalah 1, jika kinerja saham atau portofolio secara statistik bergerak mengikuti kinerja pasar. Hal ini berarti bahwa risiko sistematis saham atau portofolio tersebut sama dengan risiko pasar. Saham dengan beta di atas 1 ($\beta > 1$) adalah saham yang bersifat agresif. Saham tersebut sensitif atau mudah terpengaruh oleh fluktuasi pasar, sehingga memiliki risiko yang lebih tinggi dibandingkan dengan rata-rata pasar. Sementara itu, saham dengan beta di bawah 1 ($\beta < 1$) adalah saham yang defensif, yang menunjukkan bahwa saham tersebut kurang sensitif terhadap perubahan pasar dan harga sahamnya tidak terlalu dipengaruhi oleh pergerakan pasar. Dengan demikian, beta dapat dianggap sebagai ukuran volatilitas kinerja suatu saham.

2.6 Capital Asset Pricing Model (CAPM)

Menurut Tandelilin (2017) *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) adalah model yang menghubungkan tingkat *expected return* dari suatu aset yang memiliki risiko dengan risiko dari aset tersebut pada kondisi pasar yang seimbang. Sedangkan menurut Jogiyanto (2022) CAPM merupakan model yang sering digunakan di bidang keuangan. Berdasarkan pengertian di atas dapat disimpulkan bahwa CAPM adalah model yang menghubungkan antara *expected return* dengan tingkat risiko pada kondisi pasar seimbang.

Dalam proses pengambilan keputusan investasi berdasarkan CAPM, dapat digambarkan dengan *Security Market Line* (SML), yang menunjukkan hubungan antara risiko sistematis dengan *expected return* untuk semua aset (Hanafi, 2021). Dengan SML, investor dapat mengelompokkan saham efisien (*undervalued*) dan saham tidak efisien (*overvalued*). Saham efisien (*undervalued*) adalah saham yang memiliki tingkat pengembalian saham individu (*Realized return*) lebih besar dari *expected return* ($R_i > E(R_i)$) dan berada di atas garis SML (Yanti dkk., 2023). Saham tidak efisien (*overvalued*) adalah saham yang memiliki *Realized return* lebih kecil dari pada *expected return* ($R_i < E(R_i)$), sehingga berada di bawah garis SML (Irfan, 2020). Dengan demikian, SML berfungsi sebagai alat analisis yang membantu investor memahami keseimbangan antara risiko sistematis dan tingkat pengembalian, sehingga keputusan investasi dapat dibuat dengan lebih rasional.



Gambar 1. Grafik *Security Market Line*

Sumber: www.wallstreetprep.com (Wall Street Prep, 2024)

2.7 Penelitian Terdahulu

Berbagai penelitian sebelumnya telah menggunakan metode *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) untuk menganalisis hubungan antara risiko dan tingkat pengembalian saham serta menentukan efisiensi portofolio investasi. CAPM digunakan untuk mengukur *expected return* berdasarkan hubungan antara *risk free rate*, *market return*, dan risiko sistematis (β).

Berdasarkan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Nurwulandari (2020), Puspita dkk. (2020), Urwah dkk. (2024), serta Setyawan & Mutamimah (2025), diperoleh temuan bahwa terdapat hubungan positif antara risiko sistematis (β) dan *expected return*. Artinya, semakin tinggi tingkat risiko sistematis sebuah saham, maka semakin tinggi pula imbal hasil yang diharapkan investor. Temuan serupa juga terlihat pada konteks pasar internasional melalui penelitian Jamaldin & Mithu (2024) dan Zhang (2024) yang menegaskan bahwa β berpengaruh positif terhadap *excess return*, sehingga mendukung validitas empiris CAPM pada pasar berkembang maupun pasar Tiongkok. Penelitian Ramli & Lestari (2024) pada indeks saham syariah JII70 juga menunjukkan hasil sejalan, yaitu hubungan positif antara β dan *expected return*, menegaskan bahwa prinsip efisiensi CAPM konsisten diterapkan pada berbagai segmen pasar.

Sebaliknya, penelitian yang dilakukan oleh Hasan dkk. (2019), Putrie & Nurdyah (2024), Negara (2023), serta Alamsyah dkk. (2022) menunjukkan hasil yang bertolak belakang dengan teori CAPM, yaitu ditemukannya hubungan negatif antara risiko sistematis dan *expected return*. Artinya, peningkatan risiko tidak diikuti oleh peningkatan *expected return*, bahkan bergerak berlawanan arah. Temuan ini mengindikasikan adanya ketidaksesuaian CAPM dengan kondisi empiris pada beberapa indeks seperti Bisnis-27, sektor teknologi, maupun LQ45, yang dapat disebabkan oleh faktor pasar yang tidak efisien, kondisi volatilitas tinggi, atau dominasi variabel lain di luar β dalam menentukan return saham.

Secara keseluruhan, hasil penelitian terdahulu menunjukkan bahwa hubungan antara risiko sistematis (β) dan tingkat pengembalian saham yang diharapkan (*expected return*) tidak selalu konsisten di seluruh sektor dan periode waktu. Sebagian besar penelitian domestik mendukung teori CAPM dengan korelasi positif antara risiko dan pengembalian, sementara

sebagian lainnya menunjukkan anomali berupa hubungan negatif yang dapat disebabkan oleh kondisi pasar, faktor perilaku investor, atau periode volatilitas tinggi.

3. Metode Penelitian

Penelitian ini menggunakan metode deskriptif kuantitatif, yang bertujuan untuk menggambarkan dan menganalisis variabel-variabel yang digunakan dalam perhitungan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Analisis dilakukan secara sistematis dengan menerapkan pendekatan CAPM untuk menilai tingkat risiko sistematis dan estimasi pengembalian saham.

Objek dalam penelitian ini adalah variabel-variabel yang digunakan dalam perhitungan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), yang meliputi *realized return* (R_i), *market return* (R_m), tingkat pengembalian bebas risiko (R_f), beta saham (β), serta *expected return* [$E(R_i)$]. Variabel-variabel tersebut dianalisis untuk menilai tingkat risiko sistematis dan efisiensi saham melalui *Security Market Line* (SML). Subjek penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang menjadi konstituen Indeks *Environmental, Social, and Governance Leaders* (IDXESGL) pada Bursa Efek Indonesia selama periode penelitian yaitu tahun 2021-2024.

Data yang digunakan merupakan data sekunder yang mencakup harga penutupan saham bulanan perusahaan sampel, data Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) sebagai *market return*, serta data suku bunga acuan (BI Rate) sebagai tingkat pengembalian bebas risiko. Seluruh data dikumpulkan dari sumber resmi yaitu www.idx.co.id, www.investing.com, dan www.bi.go.id.

3.1 Populasi

Populasi adalah seluruh subjek/objek yang memiliki kualitas dan karakteristik tertentu yang ditetapkan peneliti (Sugiyono, 2019). Populasi dari penelitian ini yaitu seluruh perusahaan yang terdaftar dalam indeks *Environmental, Social, and Governance Leaders* (IDXESGL) pada tahun 2021-2024.

3.2 Sampel dan Teknik Sampling

Sampel adalah bagian dari jumlah dan karakteristik yang dimiliki oleh suatu populasi (Sugiyono, 2019). Sampel dalam penelitian ini dipilih dari populasi seluruh perusahaan yang terdaftar dalam Indeks *Environmental, Social, and Governance Leaders* (IDXESGL) pada periode 2021–2024. Metode pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling*, yaitu teknik pemilihan sampel berdasarkan kriteria tertentu yang ditetapkan peneliti. Adapun kriteria tersebut meliputi:

Tabel 1 Kriteria *Purposive Sampling*

No.	Kriteria Sampel	Jumlah
1.	Perusahaan yang terdaftar dalam Indeks <i>Environmental, Social, and Governance Leaders</i> (IDXESGL) pada periode 2021–2024.	30
2.	Perusahaan yang konsisten tercatat dalam indeks tersebut selama periode penelitian.	17

3.	Perusahaan yang memiliki data historis harga saham yang lengkap selama periode penelitian.	17
Total Sampel		17

Sumber: Data diolah, 2026

3.3 Jenis Data

3.3.1 Data Menurut Ketersediaan

Berdasarkan ketersediaan data, data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data menurut ketersediaannya yang digunakan dalam penelitian ini yaitu data sekunder. Data sekunder adalah data yang tidak langsung memberikan data kepada peneliti yang biasanya telah dikumpulkan oleh suatu lembaga dan telah dipublikasikan kepada masyarakat. Data sekunder dalam penelitian ini adalah data historis harga penutupan saham bulanan dari masing-masing perusahaan yang menjadi sampel penelitian dan data historis IHSG yang diperoleh dari website *investing.com*. Kemudian, data historis suku bunga Bank Indonesia (*BI Rate 7 Days Repo*) diperoleh dari website resmi Bank Indonesia (www.bi.go.id). Data historis diambil dari Januari 2021 - Desember 2024.

3.3.2 Data Menurut Sifatnya

Menurut sifat datanya, penelitian ini menggunakan data kuantitatif. Data kuantitatif adalah data penelitian yang berupa angka-angka (Sugiyono, 2019). Data kuantitatif dalam penelitian ini adalah *realized return* (R_i), *market return* (R_m), *risk free rate* (R_f), beta saham (β), dan *expected return* [$E(R_i)$] pada indeks *Environmental, Social, and Governance Leaders* (IDXESGL) Bursa Efek Indonesia tahun 2021-2024.

3.3.3 Data Menurut Waktu Pengambilan

Menurut waktu pengambilan data, penelitian ini menggunakan data panel. Data panel adalah gabungan antara data *time series* (deret waktu) dan data *cross section* (data silang) (Sugiyono, 2019). Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah sejumlah 17 perusahaan pada indeks *Environmental, Social, and Governance Leaders* (IDXESGL) Bursa Efek Indonesia dalam kurun waktu 5 tahun dari 2021-2024.

3.4 Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data pada penelitian ini adalah metode dokumentasi. Metode dokumentasi adalah proses pengumpulan data yang dilakukan pada penelitian yang berasal dari data perusahaan Indeks *Environmental, Social, and Governance Leaders* (IDXESGL) tahun 2021-2024 yang dipublikasikan di berbagai situs resmi. Data dokumentasi dapat berupa data hasil penelitian yang lalu yang dilakukan peneliti sendiri atau orang lain (Sugiyono, 2019). Daftar perusahaan yang terdaftar pada Indeks *Environmental, Social, and Governance Leaders* (IDXESGL) diambil dari situs resmi Bursa Efek Indonesia (BEI), *closing price* bulanan tiap saham dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dari situs resmi www.investing.com, dan suku bunga Bank Indoneisa (*BI Rate 7 Days Repo*) dari situs resmi Bank Indonesia yaitu www.bi.go.id.

3.5 Metode Analisis Data

Metode analisis data menggunakan pendekatan deskriptif kuantitatif dengan bantuan Microsoft Excel 2013. Penelitian ini tidak menggunakan pengujian hipotesis inferensial seperti uji t atau regresi linier, karena fokus penelitian adalah menganalisis kesesuaian model *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) dalam menghitung *expected return* dan menentukan efisiensi saham. Oleh karena itu, analisis dilakukan melalui perhitungan parameter CAPM dan interpretasi *Security Market Line* (SML), bukan melalui pengujian signifikansi statistik.

3.5.1 Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif digunakan untuk menggambarkan karakteristik data penelitian, seperti nilai rata-rata, minimum, dan maksimum pada *variabel realized return*, *market return*, tingkat bebas risiko, dan beta. Hasil analisis statistik deskriptif memberikan gambaran awal mengenai kecenderungan data sebelum dilakukan analisis lebih lanjut menggunakan metode *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) untuk menghitung *expected return* dan menilai efisiensi saham melalui *Security Market Line* (SML).

3.5.2 Metode *Capital Asset Pricing Model* (CAPM)

Langkah-langkah yang dilakukan untuk mengolah data dengan metode *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) yaitu sebagai berikut:

1. Mengumpulkan data *closing price*, indeks harga saham gabungan (IHSG), dan data Suku Bunga Bank Indonesia (BI Rate) bulanan periode 2021-2024.
2. Menghitung *realized return* (R_i).
Realized return (R_i) adalah tingkat imbal hasil yang nyata dari suatu investasi. Data yang digunakan untuk menghitung R_i yaitu *closing price* bulanan. Rumus yang digunakan untuk menghitung *return* saham adalah sebagai berikut (Jogiyanto, 2022):

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

Keterangan:

R_i = *Realized return*

P_t = Harga saham penutupan pada bulan sekarang

P_{t-1} = Harga saham penutupan pada bulan sebelumnya

3. Menghitung tingkat *market return* (R_m).
Market return (R_m) adalah tingkat imbal hasil pasar dari pergerakan indeks harga saham. Data yang digunakan untuk menghitung *market return* (R_m) yaitu Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) bulanan. Rumus yang digunakan untuk menghitung tingkat *market return* adalah sebagai berikut (Jogiyanto, 2022):

$$R_m = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

Keterangan:

R_m = *Market return*

$IHSG_t$ = Indeks Harga Saham Gabungan pada periode t

$IHSG_{t-1}$ = Indeks Harga Saham Gabungan sebelum periode t

4. Menghitung rata-rata tingkat pengembalian pasar.
Expected market return [E(Rm)] merupakan tingkat imbal hasil pasar yang diharapkan. Rumus yang digunakan untuk menghitung rata-rata tingkat pengembalian pasar adalah sebagai berikut (Fatahurrazak & Anggraini, 2023):

$$E(Rm) = \frac{\sum_{t=1}^n Rm}{n}$$

Keterangan:

E (Rm) = *Expected market return*

Rm = *Market return*

n = Periode waktu

5. Menghitung tingkat pengembalian aset bebas risiko (Rf).
 Tingkat pengembalian aset bebas risiko atau *risk free rate* (Rf) merupakan tingkat bunga yang tidak mengandung risiko dari suatu investasi. Data yang digunakan untuk menghitung Rf yaitu suku bunga Bank Indonesia (BI rate) bulanan. Rumus yang digunakan untuk menghitung tingkat pengembalian aset bebas risiko sebagai berikut (Jogiyanto, 2022):

$$Rf = \frac{\sum Rf}{n}$$

Keterangan:

Rf = *Risk Free Rate* (tingkat pengembalian aset bebas risiko)

$\sum Rf$ = Jumlah suku bunga periode t

n = Jumlah tahun pengamatan

6. Menghitung Beta (β) saham.
 Beta merupakan suatu alat yang dapat digunakan untuk mengukur volatilitas saham. Rumus yang digunakan untuk menghitung beta adalah sebagai berikut (Jogiyanto, 2022):

$$\beta_i = \frac{\sum (R_i - \bar{R}_i) \cdot (R_m - \bar{R}_m)}{\sum (R_m - \bar{R}_m)^2}$$

Keterangan:

β_i = Beta sekuritas

R_i = *realized return*

R_m = *market return*

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

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

7. Menghitung *Return* dan Risiko dengan Metode CAPM (Nielsen, 2019).

$$E(R_i) = Rf + \beta_i \cdot [E(R_m) - Rf]$$

Keterangan:

E(Ri) = *Expected Return*

Rf = *Risk Free Rate*

β_i = Beta

E(Rm) = *Expected Market return*

8. Klasifikasi saham sebagai keputusan investasi :
 $R_i > E(R_i)$ maka saham tersebut merupakan saham yang efisien (*undervalued*).
 $R_i < E(R_i)$ maka saham tersebut merupakan saham yang tidak efisien (*overvalued*).