

**PENGARUH INFORMASI AKUNTANSI DALAM FAMA-FRENCH *THREE*
FACTOR MODEL TERHADAP *RETURN* PORTOFOLIO SAHAM DI NEGARA
DENGAN LEVEL PEREKONOMIAN YANG BERBEDA**

SKRIPSI



DISUSUN OLEH:

RIANTY NIKITA LOTAZIA PONDAAG

12160082

PROGRAM STUDI AKUNTANSI FAKULTAS BISNIS

UNIVERSITAS KRISTEN DUTA WACANA

YOGYAKARTA

2020

**PENGARUH INFORMASI AKUNTANSI DALAM FAMA-FRENCH *THREE*
FACTOR MODEL TERHADAP RETURN PORTOFOLIO SAHAM DI NEGARA
DENGAN LEVEL PEREKONOMIAN YANG BERBEDA**

SKRIPSI



DISUSUN OLEH:

RIANTY NIKITA LOTAZIA PONDAAG

12160082

PROGRAM STUDI AKUNTANSI FAKULTAS BISNIS

UNIVERSITAS KRISTEN DUTA WACANA

YOGYAKARTA

2020

**HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI
SKRIPSI/TESIS/DISERTASI UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS**

Sebagai sivitas akademika Universitas Kristen Duta Wacana, saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Rianty Nikita Lotazia Pondaag
NIM : 12160082
Program studi : Akuntansi
Fakultas : Bisnis
Jenis Karya : Skripsi

demi pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan kepada Universitas Kristen Duta Wacana **Hak Bebas Royalti Noneksklusif** (*None-exclusive Royalty Free Right*) atas karya ilmiah saya yang berjudul:

“PENGARUH INFORMASI AKUNTANSI DALAM FAMA-FRENCH *THREE FACTORS MODEL* TERHADAP *RETURN* PORTOFOLIO SAHAM DI NEGARA DENGAN LEVEL PEREKONOMIAN YANG BERBEDA”

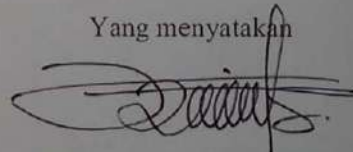
beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti/Noneksklusif ini Universitas Kristen Duta Wacana berhak menyimpan, mengalih media/formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (*database*), merawat dan mempublikasikan tugas akhir saya selama tetap mencantumkan nama kami sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Yogyakarta

Pada Tanggal : 25 Juni 2020

Yang menyatakan



(Rianty Nikita Lotazia Pondaag)

NIM.12160082

HALAMAN PENGESAHAN

Skripsi dengan judul:

**“Pengaruh Informasi Akuntansi dalam Fama-French *Three Factor Model* terhadap
Return Portofolio Saham di Negara dengan Level Perekonomian yang Berbeda”**

telah diajukan dan dipertahankan oleh:

RIANTY NIKITA LOTAZIA PONDAAG

12160082

dalam Ujian Skripsi Program Studi Akuntansi

Fakultas Bisnis

Universitas Kristen Duta Wacana

dan dinyatakan DITERIMA untuk menerima salah satu syarat memperoleh gelar Sarjana
Akuntansi pada tanggal 12 Mei 2020

Nama Dosen

Tanda Tangan

1. **Eka Adhi Wibowo, S.E, M.Sc.**
(Ketua Tim Penguji)

2. **Dra. Erni Ekawati, MBA.MSA.,
Ph.D.** (Dosen Penguji)

3. **Dr. Murti Lestari, M.Si.**
(Dosen Pembimbing)



Yogyakarta, 15 Juni 2020

Disahkan Oleh

Dekan Fakultas Bisnis

Ketua Program Studi Akuntansi



Dr. Perminas Pangeran, SE., M. Si.



Christine Novita Dewi, SE., MAcc., Ak, CA., CMA., CPA.

PERNYATAAN KEASLIAN SKRIPSI

Saya menyatakan bahwa sesungguhnya skripsi dengan judul:

"PENGARUH INFORMASI AKUNTANSI DALAM FAMA-FRENCH *THREE FACTOR MODEL* TERHADAP *RETURN* PORTOFOLIO SAHAM DI NEGARA DENGAN LEVEL PEREKONOMIAN YANG BERBEDA"

Yang saya kerjakan untuk melengkapi sebagian syarat untuk menjadi Sarjana pada Program Studi Akuntansi Fakultas Bisnis Universitas Kristen Duta Wacana Yogyakarta adalah bukan hasil tiruan atau duplikasi dari karya pihak lain di Perguruan Tinggi atau instansi manapun, kecuali bagian yang sumber informasinya sudah tercantum sebagaimana mestinya.

Jika kemudian hari didapati bahwa hasil skripsi ini adalah hasil plagiasi atau tiruan dari karya pihak lain, maka saya bersedia dikenai sanksi yakni pencabutan gelar saya.

Yogyakarta, 20 April 2020



RIANTY NIKITA LOTAZIA PONDAAG

12160082

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PENGAJUAN SKRIPSI.....	ii
HALAMAN PERSETUJUAN	iii
PERNYATAAN KEASLIAN SKRIPSI.....	iv
HALAMAN MOTTO	v
HALAMAN PERSEMBAHAN	vi
KATA PENGANTAR	vii
DAFTAR ISI	ix
DAFTAR GAMBAR	xii
DAFTAR TABEL	xiii
DAFTAR LAMPIRAN	xv
ABSTRAK	xvii
BAB I PENDAHULUAN	
1.1 Latar Belakang	1
1.2 <i>Component and Link</i>	9
1.2.1 Kerangka Pemikiran 1	9
1.2.2 Kerangka Pemikiran 2	9
1.3 Rumusan Masalah	9
1.4 Tujuan Penelitian	10
1.5 Kontribusi Penelitian	10
1.6 Batasan Penelitian	11
BAB II TINJAUAN PUSTAKA	
2.1 Landasan Teori	12
2.1.1 Informasi Akuntansi Dalam <i>Asset Pricing Model</i>	12
2.1.2 Teori Portofolio	16
2.1.3 Konsep <i>Risk</i> dan <i>Return</i>	17
2.1.4 <i>Capital Asset Pricing Model</i> (CAPM).....	18
2.1.5 <i>Arbitrage Pricing Theory</i> (APT)	20
2.1.6 <i>Fama and French Three Factors Model</i>	21
2.1.6.1 <i>Return market (Rmt)</i>	24

2.1.6.2 <i>Small Minus Big (SMB)</i>	25
2.1.6.3 <i>High Minus Low (HML)</i>	26
2.1.7 <i>Emerging Market</i>	28
2.1.8 <i>Developed Market</i>	29
2.2 Pengembangan Hipotesis	30
BAB III METODA PENELITIAN	
3.1 Data dan Sumber	36
3.2 Definisi Variabel dan Pengukurannya	37
3.2.1 <i>Return</i> portofolio saham	37
3.2.2 <i>Return Market (Rmt)</i>	38
3.2.3 <i>Fama and French Three Factors Model</i>	39
3.2.4 Prosedur Pembentukan Portofolio	41
3.2.4.1 <i>Small Minus Big (SMB)</i>	44
3.2.4.2 <i>High Minus Low (HML)</i>	45
3.2.4.3 <i>HML – Retained earnings</i>	46
3.2.4.4 <i>HML – Contributed Capital</i>	46
3.3 Desain Penelitian	47
3.4 Model Statistis dan Uji Hipotesis	50
3.4.1 Model Statistis 1	50
3.4.2 Model Statistis 2	50
3.5 Uji Asumsi Klasik	51
3.5.1 Uji Normalitas	51
3.5.2 Uji Multikolonieritas	51
3.5.3 Uji Heteroskedastisitas	51
3.5.4 Uji Auto Korelasi	52
BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN	
4.1 Sampel Penelitian	53

4.2 Statistik Deskriptif	56
4.3 Uji Hipotesis	61
4.4 Pembahasan	70
4.5 Uji Asumsi Klasik	73
4.5.1 Uji Normalitas	73
4.5.2 Uji Multikolinieritas	75
4.5.3 Uji Heteroskedastisitas	77
4.5.4 Uji Autokorelasi	79
BAB V KESIMPULAN DAN KETERBATASAN	
5.1 Kesimpulan	81
5.2 Keterbatasan dan Saran	82
DAFTAR PUSTAKA	84
LAMPIRAN	87

© UKDW

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1 Grafik Penurunan Informasi Akuntansi	13
Gambar 2.2 <i>Fama and French Three Factors Model</i>	23
Gambar 3.1 Kerangka Konseptual.....	37
Gambar 3.2 <i>Fama-French Three Factors Model</i>	41

©UKDW

DAFTAR TABEL

Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu	35
Tabel 3.1 Prosedur Pembentukan Portofolio Saham Model Statistis 1	42
Tabel 3.2 Prosedur Pembentukan Portofolio Saham Model Statistis 2	43
Tabel 4.1 Hasil Pengambilan Sampel	53
Tabel 4.2 Hasil Pengambilan Sampel Negara Indonesia dan Jepang	54
Tabel 4.3 Prosedur Pembentukan Portofolio Saham 1.....	54
Tabel 4.4 Prosedur Pembentukan Portofolio Saham 2.....	55
Tabel 4.5 Statistik Deskriptif Variabel untuk Membentuk Portofolio Saham Negara Indonesia dan Jepang	56
Tabel 4.6 Statistik Deskriptif <i>Return</i> Portofolio Saham Negara Indonesia dan Jepang untuk Mengestimasi Faktor Risiko Model Statistis 1	57
Tabel 4.7 Statistik Deskriptif <i>Return</i> Portofolio Saham Negara Indonesia dan Jepang untuk Mengestimasi Faktor Risiko Model Statistis 2	58
Tabel 4.8 Statistik Deskriptif Faktor Risiko untuk Menguji Model Statistis 1	59
Tabel 4.9 Statistik Deskriptif Faktor Risiko untuk Menguji Model Statistis 2	60
Tabel 4.10 Hasil Uji Regresi Model Statistis 1	61
Tabel 4.11 Hasil Uji Regresi Model Statistis 1 Tahunan	63
Tabel 4.12 Hasil Uji Regresi Model Statistis 2	66
Tabel 4.13 Hasil Uji Regresi Model Statistis 2 Secara Tahunan.....	68
Tabel 4.14 Hasil Uji Normalitas Model Statistis 1 Negara Indonesia	73
Tabel 4.15 Hasil Uji Normalitas Model Statistis 2 Negara Indonesia	74
Tabel 4.16 Hasil Uji Normalitas Model Statistis 1 Negara Jepang	74
Tabel 4.17 Hasil Uji Normalitas Model Statistis 2 Negara Jepang	75
Tabel 4.18 Hasil Uji Multikolonieritas Model Statistis 1 Negara Indonesia	75
Tabel 4.19 Hasil Uji Multikolonieritas Model Statistis 2 Negara Indonesia	76

Tabel 4.20 Hasil Uji Multikolonieritas Model Statistis 1 Negara Jepang	76
Tabel 4.21 Hasil Uji Multikolonieritas Model Statistis 2 Negara Jepang	76
Tabel 4.22 Hasil Uji Heteroskedastisitas Model Statistis 1 Negara Indonesia	77
Tabel 4.23 Hasil Uji Heteroskedastisitas Model Statistis 2 Negara Indonesia	77
Tabel 4.24 Hasil Uji Heteroskedastisitas Model Statistis 1 Negara Jepang	78
Tabel 4.25 Hasil Uji Heteroskedastisitas Model Statistis 2 Negara Jepang	78
Tabel 4.26 Hasil Uji Auto Korelasi Model Statistis 1 Negara Indonesia	79
Tabel 4.27 Hasil Uji Auto Korelasi Model Statistis 2 Negara Indonesia	79
Tabel 4.28 Hasil Uji Auto Korelasi Model Statistis 1 Negara Jepang	80
Tabel 4.29 Hasil Uji Auto Korelasi Model Statistis 2 Negara Jepang	80

© UKDW

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 Nama Perusahaan Negara Indonesia	87
Lampiran 2 Nama Perusahaan Negara Jepang	88
Lampiran 3 Klasifikasi Sampel Model Statistis 1 Negara Indonesia.....	106
Lampiran 4 Klasifikasi Sampel Model Statistis 1 Negara Jepang	106
Lampiran 5 Klasifikasi Sampel Model Statistis 2 Negara Indonesia.....	106
Lampiran 6 Klasifikasi Sampel Model Statistis 2 Negara Jepang	106
Lampiran 7 Statistik Deskriptif Data Mentah <i>Return</i> portofolio saham 1 Negara Indonesia	107
Lampiran 8 Statistik Deskriptif Data Mentah <i>Return</i> portofolio saham 1 Negara Jepang.....	107
Lampiran 9 Statistik Deskriptif Data Mentah <i>Return</i> portofolio saham 2 Negara Indonesia	107
Lampiran 10 Statistik Deskriptif Data Mentah <i>Return</i> portofolio saham 2 Negara Jepang...	108
Lampiran 11 Statistik Deskriptif Data Olahan Model Statistis 1 Negara Indonesia	108
Lampiran 12 Statistik Deskriptif Data Olahan Model Statistis 1 Negara Jepang.....	108
Lampiran 13 Statistik Deskriptif Data Olahan Model Statistis 2 Negara Indonesia	109
Lampiran 14 Statistik Deskriptif Data Olahan Model Statistis 2 Negara Jepang.....	109
Lampiran 15 Hasil Uji Regresi Model Statistis 1 Negara Indonesia	109
Lampiran 16 Hasil Uji Regresi Model Statistis 1 Negara Jepang	116
Lampiran 17 Hasil Uji Regresi Model Statistis 2 Negara Indonesia	123
Lampiran 18 Hasil Uji Regresi Model Statistis 2 Negara Jepang	130
Lampiran 19 Hasil Uji Normalitas Model Statistis 1 Negara Indonesia	138
Lampiran 20 Hasil Uji Normalitas Model Statistis 1 Negara Jepang	140
Lampiran 21 Hasil Uji Normalitas Model Statistis 2 Negara Indonesia	143
Lampiran 22 Hasil Uji Normalitas Model Statistis 2 Negara Jepang	145
Lampiran 23 Hasil Uji Multikolonieritas Model Statistis 1 Negara Indonesia	148
Lampiran 24 Hasil Uji Multikolonieritas Model Statistis 1 Negara Jepang	149
Lampiran 25 Hasil Uji Multikolonieritas Model Statistis 2 Negara Indonesia	151

Lampiran 26 Hasil Uji Multikolonieritas Model Statistis 2 Negara Jepang	153
Lampiran 27 Hasil Uji Heteroskedastisitas Model Statistis 1 Negara Indonesia.....	154
Lampiran 28 Hasil Uji Heteroskedastisitas Model Statistis 1 Negara Jepang	155
Lampiran 29 Hasil Uji Heteroskedastisitas Model Statistis 2 Negara Indonesia	158
Lampiran 30 Hasil Uji Heteroskedastisitas Model Statistis 2 Negara Jepang	159
Lampiran 31 Hasil Uji Autokorelasi Model Statistis 1 Negara Indonesia	161
Lampiran 32 Hasil Uji Autokorelasi Model Statistis 1 Negara Jepang	163
Lampiran 33 Hasil Uji Autokorelasi Model Statistis 2 Negara Indonesia	165
Lampiran 34 Hasil Uji Autokorelasi Model Statistis 2 Negara Jepang	167
Lampiran 35 Statistik Deskriptif Data Mentah Portofolio Saham Negara Indonesia.....	169
Lampiran 36 Statistik Deskriptif Data Mentah Portofolio Saham Negara Jepang.....	169

©UKDW

**PENGARUH INFORMASI AKUNTANSI DALAM FAMA-FRENCH *THREE*
FACTOR MODEL TERHADAP RETURN PORTOFOLIO SAHAM DI NEGARA
DENGAN LEVEL PEREKONOMIAN YANG BERBEDA**

Rianty Nikita Lotazia Pondaag

12160082

Program Studi Akuntansi Fakultas Bisnis

Universitas Kristen Duta Wacana

Email: riantynikita@gmail.com

ABSTRAK

Fama-French *Three Factor Model* menjelaskan tiga faktor risiko yang terdiri dari *market return*, *return* portofolio saham yang dibentuk dari ukuran perusahaan (SMB), dan *return* portofolio saham yang dibentuk dari *book-to-market* (HML). Penelitian ini membagi faktor risiko yang berasal dari *book-to-market* menjadi dua bagian yaitu *retained earnings* dan *contributed capital*. Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji kembali kemampuan Fama-French *Three Factor Model* dalam menjelaskan *return* portofolio saham pada negara dengan level perekonomian yang berbeda, serta menguji pengaruh dari informasi akuntansi yang berasal dari *book-to-market* terhadap *return* portofolio saham. Sampel yang digunakan adalah perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia dan *Tokyo Stock Exchange* dari tahun 2013-2018. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tiga faktor risiko dari model Fama-French (1992) berlaku secara konsisten untuk menjelaskan variasi *return* portofolio saham di *developed market*. Untuk portofolio saham di *emerging market* model Fama-French tidak memberi hasil yang konsisten dalam menilai *return* portofolio saham. Penelitian ini juga menyediakan bukti empiris bahwa informasi akuntansi yang terkandung dalam faktor risiko *book-to-market* hanya *retained earnings* yang memiliki kontribusi terhadap penilaian *return* portofolio saham. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa investor di *developed market* lebih *rasional* dan *knowledgeable* dibanding *emerging market*.

Kata Kunci: *Return Market, Small Minus Big, High Minus Low, Retained earnings, Contributed Capital.*

*The Effect of Accounting Information in Fama-French three-factors Model on Stock
Portfolio Return in Countries with Different Economic Levels*

Rianty Nikita Lotazia Pondaag

12160082

Accounting Department, Faculty of Business

Duta Wacana Christian University

Email: riantynikita@gmail.com

ABSTRACT

The Fama-French Three Factor Model explains three risk factors consist of market returns, stock portfolio returns formed from company size (SMB), and stock portfolio returns formed from book-to-market (HML). This study divides risk factors originating from book-to-market into two parts, namely retained earnings and contributed capital. The purpose of this study is to reexamine the ability of the Fama-French Three Factor Model to explain stock portfolio returns in countries with different economic levels, as well as examine the effect of accounting information derived from book-to-market on stock portfolio returns. The sample used was a manufacturing company on the Indonesia Stock Exchange and the Tokyo Stock Exchange from 2013-2018. The results show that the three risk factors of the Fama-French model apply consistently to explain the variation in stock portfolio returns in developed markets. For the portfolio of shares in the emerging market model Fama-French does not consistently assess stock portfolio returns. This research also provides empirical evidence that accounting information contained in book-to-market risk factors is only retained earnings which has a contribution to the valuation of stock portfolio returns. The results of this study indicate that investors in developed markets are more rational and knowledgeable than emerging markets.

Keyword: Return Market, Small Minus Big, High Minus Low, Retained earnings, Contributed Capital

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Seiring berkembangnya perekonomian dan teknologi, relevansi informasi akuntansi mulai mengalami penurunan selama setengah abad terakhir. Baruch dan Feng (2016) menjelaskan informasi akuntansi khususnya informasi pendapatan dan nilai buku mulai mengalami penurunan selama setengah abad terakhir dan terus mengalami penurunan sejak akhir 1980-an. Relevansi informasi akuntansi menekankan pada *how accounting information has a value relevance for market participants (investor)*. Bagaimana investor bereaksi terhadap informasi akuntansi akan menunjukkan seberapa penting informasi akuntansi terhadap keputusan investasi. Dengan demikian informasi akuntansi dapat dikatakan bermanfaat (*useful*) bagi investor.

Informasi akuntansi dalam laporan keuangan semakin kurang relevan sejalan dengan kemajuan teknologi, dampak terbesar muncul ketika teknologi yang semakin maju memberikan kemudahan akses informasi bagi investor, sehingga terdapat banyak informasi lain selain informasi akuntansi yang dapat diakses oleh investor untuk pengambilan keputusan investasi dan hal tersebut berdampak pada asimetri informasi akuntansi yang semakin menurun. Informasi akuntansi dalam penelitian ini akan dijelaskan menggunakan faktor risiko dari model CAPM. Model *asset pricing* (CAPM) pertama kali dikemukakan oleh Wilian Sharpe pada tahun 1964, CAPM merupakan pengembangan dari teori Markowitz dengan memperkenalkan istilah baru yaitu risiko sistematis (*systematic risk*) dan risiko

spesifik/risiko tidak sistematis (*unsystematic risk*) model ini telah lama digunakan sebagai alat memprediksi keseimbangan imbal hasil yang diharapkan dari suatu aset berisiko dan masih relevan digunakan hingga saat ini.

Pada dasarnya, tujuan investor menanamkan kekayaannya ke suatu perusahaan dengan membeli sahamnya agar investor dapat memperoleh pendapatan atau *return* dari kekayaan yang ditanamkannya itu. Sehubungan dengan itu, perusahaan berkewajiban untuk mengelola kekayaan investor sehingga kekayaan tersebut dapat semakin berkembang. Pengembangan kekayaan yang dikelola perusahaan diwujudkan dengan laba yang diperoleh dari hasil kegiatan usahanya. Dalam pengambilan keputusan investor umumnya akan lebih memperhatikan informasi akuntansi dalam laporan keuangan.

Salah satu informasi akuntansi dalam laporan keuangan adalah ekuitas. Nilai ekuitas memiliki dua komponen utama yaitu *retained earnings* dan *contributed capital*. *Retained earnings* merupakan akumulasi pendapatan perusahaan selama perusahaan berdiri hingga saat ini dikurangi dividen yang dibagikan sedangkan *contributed capital* merupakan saham yang telah disetorkan oleh para pemegang saham, baik yang telah dibayar penuh maupun sebagian. *Retained earnings* dan *contributed capital* merupakan informasi akuntansi dalam *asset pricing model* yang dianggap sebagai faktor risiko terhadap *return portofolio saham* sehingga informasi ini akan dinilai investor sebagai pertimbangan terhadap *risk* dan *return* portofolio saham.

Hubungan antara *risk* dan *return* portofolio saham pertama kali dikemukakan dengan model CAPM. Model ini mendasarkan diri pada kondisi *equilibrium*. Dalam keadaan *equilibrium* tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh pemodal

untuk suatu saham akan dipengaruhi oleh risiko saham tersebut. Pada umumnya konsep CAPM berguna untuk menguantifikasikan hubungan antara *return* dan risiko. Model *single factor* yaitu ada satu faktor beta untuk mempengaruhi *return* portofolio saham. Semakin besar β suatu saham, maka semakin besar pula risiko yang terkandung didalamnya.

Model lain yang melihat kelemahan dari model CAPM adalah model APT. *Arbitrage Pricing Theory* (APT) diperkenalkan oleh ilmuwan bernama Stephen Ross pada tahun 1976. APT melihat hubungan yang lebih kompleks antara *risk* dan *return* portofolio saham yang disebabkan oleh *multiple factors* yaitu inflasi, *dividend yield*, *gross domestic product*, dan perubahan tarif pajak. Model APT menjelaskan lebih dari satu faktor risiko, namun kelemahan dari model ini adalah tidak mampu untuk menjelaskan secara jelas faktor apa saja yang mempengaruhi *return* portofolio saham. Model penelitian berikutnya dilakukan oleh *Fama and French* (1992) dalam melihat kelemahan dari Model APT dan menjelaskan secara jelas ada tiga faktor risiko yang mempengaruhi *return* portofolio saham yaitu *market return*, *firm size*, dan *book-to-market*. Model *Fama and French* (1992) sudah sejak lama digunakan dalam penelitian-penelitian terkait saham hingga saat ini. Pengukuran dalam model *Fama and French* (1992) dibuat dengan mempertimbangkan kebijakan *trading* yang dilakukan oleh investor yakni *buy-sell strategy* dan diformulasikan sebagai *mimicking portfolio*. Strategi *buy-sell* dilakukan investor dengan membeli saham pada perusahaan dengan harga yang rendah, kemudian menjual saham pada perusahaan dengan harga yang tinggi. Selisih dari aktivitas jual-beli tersebut akan menghasilkan nilai premium yang akan menguntungkan bagi investor.

Faktor pertama *Fama and French Three Factors Model* adalah *risk premium*. *Risk premium* merupakan selisih dari rata-rata (*average*) setiap bulan dari *return market* dengan *risk-free rate* bulanan. *Risk premium* diproksikan dengan *return* Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dan dikurangi *risk-free rate* bulanan. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) merupakan indeks yang mengukur pergerakan semua saham yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Pada saat indeks saham bergerak naik, berarti harga sebagian saham-saham yang diukur oleh indeks tersebut bergerak naik. Dengan melihat pergerakan suatu indeks saham, maka investor dapat mengetahui performa harga saham secara umum atas saham-saham yang dimilikinya. Selain itu juga, investor mengetahui kondisi pasar saham secara umum apabila terjadi perubahan kebijakan di dalam maupun di luar negeri.

Fama and French Three Factors Model juga menjelaskan dua faktor risiko lainnya yang juga mempengaruhi *return* portofolio saham yaitu ukuran perusahaan (SMB) dan *book-to-market* (HML). Faktor risiko SMB dan HML mempertimbangkan kebijakan *trading* yang dilakukan oleh investor yakni *buy-sell strategy*. Dalam faktor risiko yang berasal dari ukuran perusahaan (SMB) menjelaskan bahwa perusahaan dengan kapitalisasi pasar yang kecil memiliki tingkat risiko yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan dengan kapitalisasi pasar yang besar, investor dalam hal ini akan menjual saham perusahaan dengan kapitalisasi pasar yang besar (*growth stock*) dan membeli saham pada perusahaan dengan kapitalisasi pasar yang kecil (*value stock*) sehingga selisih dari hasil jual-beli tersebut menghasilkan nilai premium yang menguntungkan bagi investor.

Penelitian ini membagi faktor risiko dari *return* portofolio yang dibentuk dari *book-to-market* menjadi dua bagian yaitu *return* portofolio yang dibentuk dari

retained earnings dan *return* portofolio yang dibentuk dari *contributed capital*. Menurut penelitian Ball *et al.* (2019) kekuatan prediksi *retained earnings* timbul dari pendapatan masa lalu yang diakumulasikan dengan menunjukkan bahwa *book-to-market* memprediksi tingkat pengembalian karena merupakan proksi untuk imbal hasil. Dalam penelitian Ball *et al.* (2019), menjelaskan *contributed capital* yang berasal dari *book-to-market* tidak memiliki kemampuan untuk menjelaskan *return* karena *contributed capital* tidak mengandung informasi yang secara substansial mampu menjelaskan *return* portofolio dibandingkan dengan *retained earnings* yang mengandung informasi akumulasi laba perusahaan.

Contributed capital merupakan jumlah uang yang dikeluarkan dimuka oleh pemegang saham untuk digunakan dalam perusahaan, karena *contributed capital* merupakan setoran awal pemegang saham maka *contributed capital* merupakan informasi masa lalu perusahaan dan kurang relevan digunakan sebagai faktor risiko untuk menilai volatilitas *return* portofolio saham, sedangkan *retained earnings* merupakan bagian dari laba bersih perusahaan setiap tahunnya yang ditahan oleh perusahaan dan tidak dibayarkan dalam bentuk *dividen* kepada pemegang saham. Laba bersih yang ditahan tersebut kemudian diinvestasikan kembali ke dalam perusahaan untuk digunakan dalam bisnis, sehingga mengandung risiko. Dengan demikian, *retained earnings* merupakan faktor risiko yang relevan dalam menilai *return* portofolio saham.

Emerging market adalah negara-negara yang belum dikatakan maju tetapi memiliki kondisi perekonomian yang bagus (memiliki sistem keuangan yang stabil). Negara yang termasuk *emerging market* yaitu negara yang memiliki *level of income* antara *low* sampai *middle* dan memiliki pertumbuhan ekonomi yang belum

mencapai tingkat kematangan seperti negara-negara maju (Pratiti,2014). Berdasarkan *emerging market index* yang dikeluarkan oleh Morgan Stanley, Indonesia termasuk dalam kategori *emerging market*. Sebagian besar investor saat ini lebih memilih saham pada negara-negara berkembang (*emerging market*) sebagai tujuan investasi, sejalan dengan melambatnya pertumbuhan ekonomi dunia, terutama yang terjadi di Amerika Serikat, Eropa, dan China.

Perbedaan negara berkembang dengan negara maju yaitu pada sisi tingkat pendidikan, kesehatan, kesejahteraan, kemajuan ilmu pengetahuan dan teknologi. Pada negara maju kualitas penduduknya memiliki tingkat pendidikan, kesehatan, dan kesejahteraan yang tinggi, hal ini didukung juga oleh pemerintah negara maju yang memberikan jaminan kepada penduduknya dengan fasilitas pendukung seperti pendidikan atau kesehatan, selain itu juga ilmu pengetahuan dan teknologi di negara maju berkembang cepat dan pesat karena banyak tersedia tenaga ahli di negara maju, sementara untuk negara berkembang tingkat pendidikan, kesehatan masyarakat, dan penguasaan teknologinya masih rendah, sehingga tidak banyak tersedia tenaga ahli dan menyebabkan perkembangan negara menjadi lambat.

Negara Jepang termasuk dalam kategori negara maju (*developed market*) karena memiliki kualitas penduduk dan ilmu pengetahuan serta teknologi yang sudah baik, sehingga perilaku investor di Jepang lebih rasional dan *knowledgeable* dibandingkan dengan perilaku investor di negara berkembang (*emerging market*) yang lebih ke perilaku irrasional. Dalam penelitian ini negara berkembang yang digunakan sebagai objek penelitian yaitu negara Indonesia. Negara Indonesia dipilih karena negara Indonesia masuk dalam negara anggota G20 menjelang tahun 2014, sehingga dapat dikatakan tingkat perekonomian negara ini mulai bergeser

dari *developing* mengarah pada *developed market*. Berdasarkan dasar konsep yang digunakan dalam model CAPM yaitu investor yang rasional, model ini memiliki kontribusi yang lebih besar di negara *developed market* karena perilaku investor yang rasional lebih banyak ditemui di negara dengan ekonomi yang sudah maju.

Penelitian yang dilakukan oleh Ball *et al.* (2019) menunjukkan bahwa strategi *book-to-market* dapat memprediksi *return* portofolio saham karena mengandung informasi laba ditahan (*retained earnings*) yang merupakan akumulasi pendapatan masa lalu perusahaan. Dalam penelitian Ball *et al.* (2019) menunjukkan *retained earnings* dapat memprediksi *return* portofolio saham sedangkan *contributed capital* tidak memiliki kekuatan memprediksi *return* portofolio saham.

Penelitian terdahulu Junaedi (2005) menunjukkan tingkat komprehensivitas informasi yang terkandung dalam laporan tahunan secara signifikan hanya mempengaruhi aktivitas atau volume perdagangan saham perusahaan-perusahaan yang memberikan pengungkapan informasi secara komprehensif tetapi tidak memberikan *abnormal return* kepada investor ketika menggunakan informasi tersebut. Hal ini menunjukkan tingkat pengungkapan perusahaan tidak memiliki pengaruh yang cukup kuat untuk mempengaruhi keputusan investasi para investor di pasar modal Indonesia.

Penelitian ini mengacu pada penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Ball *et al.* (2019) yang menjelaskan bahwa faktor risiko dari *return* portofolio saham yang berasal dari *book-to-market* terbagi menjadi dua yaitu *return* portofolio saham yang berasal dari *retained earnings* dan *return* portofolio saham yang berasal dari *contributed capital*. Dalam penelitian ini, peneliti akan menguji faktor yang mempengaruhi tingkat pengembalian saham (*stock return*) pada perusahaan-

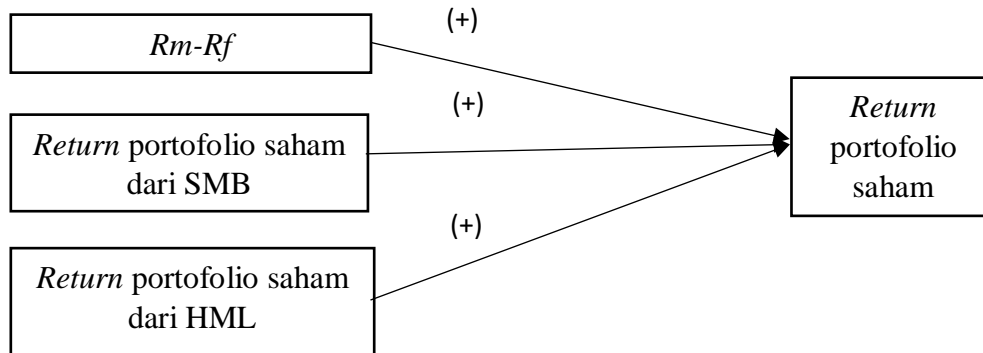
perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sebagai negara berkembang dan perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jepang sebagai negara maju.

Nilai buku ekuitas terdiri dari dua bagian utama yaitu laba ditahan (*retained earnings*) dan modal setoran (*contributed capital*) (Ball *et al.*, 2019). *Contributed capital* mencatat transaksi ekuitas antara perusahaan dan pemegang sahamnya, sehingga mengandung informasi akumulasi ekuitas pemegang saham perusahaan dikurangi pembelian kembali sementara *retained earnings* merupakan total akumulasi pendapatan yang dihasilkan selama perusahaan berdiri hingga sekarang dikurangi dividen yang dibagikan ke pemegang saham. Dua komponen ekuitas tersebut berasal dari konstruksi ekonomi yang berbeda sehingga mengandung informasi yang berbeda tentang penilaian.

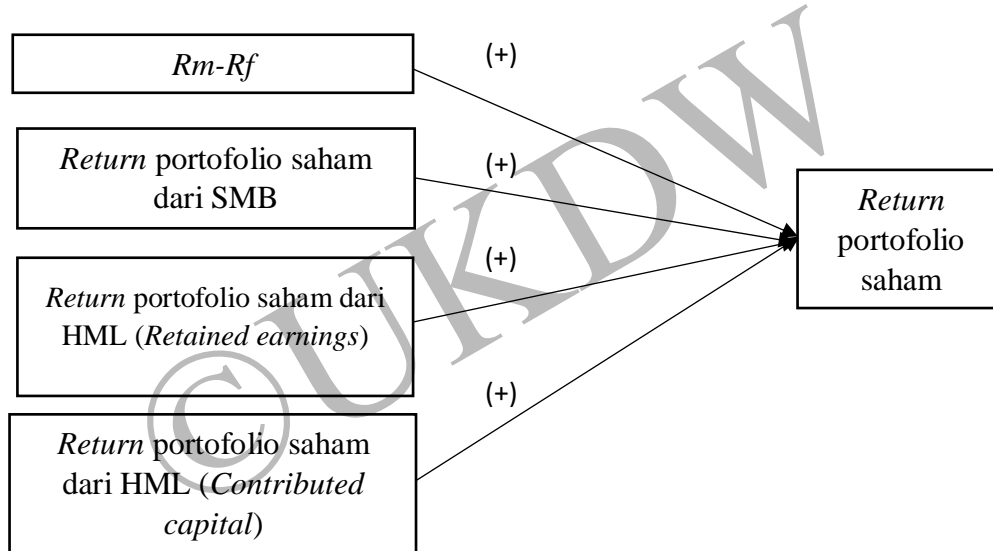
Dalam penelitian ini, peneliti menggunakan *Risk premium*, SMB, dan HML untuk mengukur *return* portofolio saham di negara dengan level perekonomian yang berbeda yaitu Indonesia sebagai negara berkembang (*emerging market*) dan Jepang sebagai negara maju (*developed market*). Dengan demikian, peneliti tertarik untuk melakukan penelitian terkait pengaruh *Risk premium*, SMB, dan HML terhadap *return* portofolio saham pada pasar modal di Bursa Efek Indonesia dan Jepang. Relevansi informasi akuntansi yang terkandung dalam faktor risiko *book-to-market* diuji menggunakan model tiga faktor Fama dan French (1992) konsisten pada perusahaan-perusahaan di negara Indonesia (*emerging market*) dan di Jepang (*developed market*).

1.2 Component and Link

1.2.1 Kerangka pemikiran 1



1.2.2 Kerangka pemikiran 2



1.3 Rumusan Masalah

1. Apakah faktor risiko yang berasal dari *return market* ($R_m - R_f$), *return portofolio saham* yang dibentuk dari ukuran perusahaan (SMB), dan *return portofolio saham* yang dibentuk dari *book-to-market* (HML) di perhitungkan pada penilaian portofolio saham di Indonesia dan di Jepang?
2. Apakah informasi akuntansi yang berasal dari *retained earnings* yang terkandung dalam *book-to-market* (HML) lebih bernilai dibandingkan

dengan *contributed capital* dalam *book-to-market* (HML) di Indonesia dan di Jepang?

1.4 Tujuan Penelitian

Untuk menguji dan menganalisis faktor risiko menurut model tiga faktor Fama dan French (1992) yaitu *risk premium*, *return* portofolio saham yang dibentuk dari ukuran perusahaan (SMB), dan *return* portofolio saham yang dibentuk dari *book-to-market* (HML) terhadap *return* portofolio saham dan juga untuk menguji dan menganalisis pengaruh informasi akuntansi yang terkandung dalam faktor risiko *book-to-market* (HML) yaitu *retained earnings* dan *contributed capital* terhadap *return* portofolio saham pada Bursa Efek Indonesia dan Jepang.

1.5 Kontribusi Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat, yaitu:

- Bagi investor dan calon investor

Penelitian ini diharapkan memberikan sebuah gambaran mengenai informasi akuntansi mana yang mempunyai *value relevance*, sehingga dapat membantu investor dan calon investor untuk mengambil keputusan terkait faktor risiko yang mempengaruhi *return* saham di negara berkembang dan di negara maju.

- Bagi akademisi

Penelitian ini diharapkan dapat menjadi sumber informasi dan referensi bagi akademisi dan peneliti selanjutnya yang tertarik untuk melakukan penelitian

terkait menganalisis pengaruh *market return*, *firm size*, dan *book-to-market* terhadap *return* portofolio saham pada pasar modal di negara dengan kondisi ekonomi yang berbeda.

1.6 Batasan Penelitian

Menurut ketersediaan data, maka batasan dalam penelitian ini adalah peneliti berfokus pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek di kedua negara yaitu Indonesia dan Jepang tahun 2013 sampai dengan 2018.

©UKDW

BAB V

KESIMPULAN DAN KETERBATASAN

5.1 Kesimpulan

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji kembali model *asset pricing* tiga faktor Fama dan French (1992) dan menganalisis faktor risiko dari informasi akuntansi yang terkandung dalam *book-to-market* yaitu *retained earnings* dan *contributed capital* pada negara dengan level perekonomian yang berbeda yaitu Indonesia yang termasuk negara *emerging market* dan Jepang yang termasuk negara *developed market*. Penelitian ini menggunakan sampel dari perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan Jepang secara bulanan selama periode pengamatan tahun 2013 hingga tahun 2018. Berikut ini merupakan hasil penelitian:

1. Faktor risiko yang berasal dari *return market* ($R_m - R_f$), ukuran perusahaan (SMB), dan faktor risiko dari *book-to-market* (HML) secara konsisten digunakan untuk menilai *return* portofolio saham di negara Jepang (*developed market*) sedangkan di Indonesia (*emerging market*) tiga faktor risiko dari model Fama dan French (1992) tidak memberi hasil yang konsisten dalam menilai *return* portofolio saham.
2. Informasi akuntansi yang berasal dari *retained earning* yang terkandung dalam faktor risiko *book-to-market* (HML) memberikan kontribusi yang lebih besar terhadap *return* portofolio saham dibandingkan dengan informasi akuntansi yang berasal dari *contributed capital*.

3. Informasi akuntansi mulai mengalami penurunan relevansinya terhadap investasi namun masih tetap relevan digunakan hingga saat ini.

5.2 Keterbatasan dan Saran

1. Penelitian ini hanya membentuk portofolio dengan membagi faktor risiko SMB (*Small Minus Big*) menjadi dua bagian yaitu portofolio perusahaan *Small* dan portofolio perusahaan *Big* dan juga untuk faktor risiko HML (*High Minus Low*) dibagi menjadi dua bagian yaitu portofolio perusahaan *High* dan portofolio perusahaan *Low*. Saran bagi penelitian selanjutnya akan lebih baik jika mengembangkan pembentukan portofolio menjadi tiga bagian yaitu *Small*, *Medium*, dan *Big*.
2. Penelitian ini hanya menggunakan model tiga faktor dari Fama dan French (1992) untuk mengukur *return* portofolio saham. Pengukuran *return* portofolio saham dapat diukur menggunakan beberapa model pengukuran lain, misalnya CAPM, *Fama and French Three Factors*, atau model terbaru *Fama and French Five Factors* yang mempertimbangkan investasi dan profitabilitas sebagai faktor risiko.
3. Penelitian berikutnya tetap bisa menggunakan model tiga faktor ini dengan membandingkan dengan model terbaru lima faktor dari Fama dan French.
4. Penggunaan model CAPM dalam penelitian ini menggunakan asumsi *constant expected return*, faktor risiko yang dihasilkan dalam penelitian ini tidak selalu menunjukkan arah yang positif terhadap *return* portofolio saham walaupun memiliki pengaruh yang signifikan. Hal ini kemungkinan disebabkan oleh adanya *time-varying expected return* oleh investor. Oleh

karena itu, penelitian selanjutnya disarankan untuk menggunakan CAPM yang menggunakan asumsi *time-varying expected return*.

5. *Modelling Pooled data* dalam penelitian ini menggunakan model *fixed effect*, dalam hal ini kelemahan *fixed effect* menggunakan *dummy* dan model ini mengasumsikan perbedaan antar waktu dianggap konstan, sehingga mengganggu *degree of freedom*.
6. Keterbatasan dalam penelitian ini yaitu jumlah sampel untuk negara Indonesia yang terlalu sedikit sehingga mempengaruhi asumsi CLT dalam pembentukan portofolionya. Hal ini kemungkinan yang menyebabkan hasil di negara Jepang memiliki hasil yang lebih baik dari Indonesia.
7. Penelitian ini hanya membandingkan dengan negara Jepang yang dianggap sebagai negara dengan perekonomian yang lebih maju (*developed market*) karena kualitas penduduk dan kemajuan ilmu pengetahuan dan teknologi yang lebih baik di Jepang sehingga investor di Jepang memiliki perilaku yang rasional dan *knowledgeable*. Saran bagi penelitian berikutnya untuk dapat mengambil sampel dari *emerging markets* lainnya sebagai perbandingan.

DAFTAR PUSTAKA

- Algifari. 1999. *Pengaruh Hari Perdagangan Terhadap Return Saham di Bursa Efek Jakarta*. Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia. Vol. 14, No.4, Tahun 1999.
- Ariff, M., dan L. W. Johnson, 1990. *Securities Markets & Stock Pricing: Evidence From a Developing Capital Market in Asia*, Longman Singapore Publisher Ltd., Singapore.
- Astuti dan Hamzah. 2018. Pengaruh Rasio Keuangan, Ukuran Perusahaan, dan Arus Kas Aktivitas Operasi Terhadap Return Saham. Jurnal Ekonomi dan Bisnis. Hal. 56-57.
- Ball *et al.* 2019. *Earning, Retained earnings, and Book-to-Market in The Cross Section of Expected Return*. *Journal of Financial Economic*.
- Barokah. 2018. *The Influence of Foreign Currency Volatility on Stok Return and Cash Flows: An Empirical Study in Indonesia Listed Companies*. *The Indoensian Journal of Accounting Research*. Vol.21, No.3, Hal.423-462.
- Beigi, Hossemi, dan Qodsi. 2016. *The Effect of The Earning Transparency on Cost of Capital Common Stock Based on The Fama-French and Momentum Factors*. Elsevier. 36 (2016) page 244-255.
- Boama. 2015. Robustness of the Carhart four-factor and the Fama-French three-factor models on the South African Stock Market. *Review of Accounting and Finance*. Vol.14, No.4, Hal. 413-430
- Brigham, F. Eugene & Houston, Joel F. (2014). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Buku 1 Edisi 11*. Jakarta : Salemba Empat
- Chunghtai *et al.* 2013. Determining the Impact of Dividends, Earnings, Invested Capital and Retained Earning on Stock Prices in Pakistan: An Empirical Study. *International Journal of Financial Management*. Vol.4, No.1, Hal. 79.
- Elton, E. J., dan M. J. Gruber, 1995. *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*, 5 ed., John Wiley & Sons, New York.
- Fama dan French. 1992. The Cross-Section of Expected Stock Returns. *The Journal of Finance*. Vol. 47, No.2, Hal. 427-465.
- Fama dan French. 1995. Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns. *The Journal of Finance*. Vol. 1, No.1, Hal.131-155.
- Fama dan French. 2015. A five-factor asset pricing model. *The Journal of Financial Economics*. Vol.116, Hal.1-22.
- Gregorio *et al.* 2016. The q-factor and the Fama and French Asset Pricing Models: Hedge Fund Evidence. *Emerald*. Vol.42, No.12, Hal. 1180-1207.
- Hadi, Nor. (2013). *Pasar Modal Acuan Teoretis dan Praktis Investasi di Instrumen Keuangan Pasar Modal*. Yogyakarta : Graha Ilmu.

Global Economic Data. (2019, 28 Januari), Jepang Produk Domestik Bruto.
Diakses pada 28 Januari 2019, dari www.ceicdata.com.

International Monetary Fund. (2019, 28 Januari), *Gross Domestic Product Japan.*
Diakses pada 28 Januari 2019, dari www.imf.org

©UKDW