

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

II.1 Landasan Teori

II.1.1 Saham

Saham merupakan surat berharga yang menunjukkan bukti kepemilikan atas suatu perusahaan, dan pemegang saham merupakan individu yang memiliki hak klaim atas keuntungan dan aktiva perusahaan (Afzal & Haiying, 2020). Investor yang membeli saham sebuah perusahaan artinya bahwa investor tersebut telah membeli sebagian kepemilikan atas perusahaan tersebut, sehingga investor tersebut berhak atas keuntungan yang diperoleh perusahaan dalam bentuk dividen. Kepemilikan saham dinyatakan bahwa jika investor membeli atau memiliki saham sebuah perusahaan maka investor tersebut memiliki sebagian kepemilikan perusahaan tersebut (Fatihudin et al., 2018).

Dalam pasar modal ada dua jenis saham yang umum dikenal oleh publik, yaitu saham biasa (*common stocks*) dan saham preferen (*preferred stocks*). Berikut ini penjelasan mengenai saham biasa dan saham preferen (Alrabadi & Alrabadi, 2018):

- Saham Biasa (*Common Stocks*)

Saham biasa adalah saham yang tidak memperoleh hak istimewa. Investor yang memiliki saham biasa memiliki hak untuk memperoleh keuntungan berupa dividen selama perusahaan memperoleh keuntungan. Pemegang saham memiliki hak suara pada saat RUPS (Rapat Umum Pemegang Saham). Pada saat likuidasi persero, pemegang saham biasa memiliki hak untuk memperoleh sebagian kekayaan setelah semua dilikuidasi.

- Saham Preferen (*Preferred Stock*)

Saham preferen adalah saham yang diberikan atas hak untuk mendapatkan dividen dan atau bagian kekayaan pada saat perusahaan dilikuidasi lebih dulu daripada pemegang saham biasa.

Investor yang memperoleh penghasilan yang tinggi lebih baik melakukan investasi pada saham biasa, karena perputaran yang diperoleh dari saham biasa sangat tinggi.

Farhan Nugraha, 2021

**ANALISIS FAMA FRENCH 5 FACTORS MODEL DALAM MEMPENGARUHI
EXCESS RETURN SAHAM PADA LQ45**

UPN Veteran Jakarta, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Program Studi S1 Manajemen
[www.upnvj.ac.id - www.library.upnvj.ac.id – www.respository.upnvj.ac.id]

Apabila investor menginvestasikan dananya pada saham preferen, maka hanya pada waktu tertentu saham preferen tersebut dapat diuangkan. Tujuan utama seorang investor membeli atau memiliki saham adalah sebagai berikut:

1. Memperoleh Dividen

Keuntungan yang diperoleh oleh investor karena memiliki sejumlah saham yang akan dibayarkan pada waktu tertentu dalam bentuk dividen.

2. Kepemilikan Perusahaan

Tujuan investor dalam hal ini untuk memperbesar kepemilikannya pada sebuah perusahaan. Semakin banyak saham yang dimiliki, maka semakin besar kepemilikan investor terhadap perusahaan.

3. Berdagang

Tujuan investor yaitu untuk menjual kembali saham yang dimiliki pada saat harga tinggi. Investor akan berharap pada saham yang dapat menaikkan keuntungannya dari jual beli sahamnya.

II.1.2 Teori Portofolio

Portofolio merupakan kumpulan beberapa saham atau asset lain yang dimiliki oleh pemilik modal perorangan atau lembaga (Ibrahim et al., 2017). Menurut (Muliadi, 2015) tujuan dibentuknya portofolio ialah untuk mengurangi risiko dalam melakukan investasi dengan cara penganeekaragaman (diversifikasi) kepemilikan saham atau asset lain. Pembentukan portofolio didasarkan pada kenyataan bahwa pemilik modal akan menginvestasikan dananya ke dalam berbagai jenis surat berharga dengan tujuan mengurangi risiko yang harus dihadapi dan kemudian bertujuan untuk mendapatkan *return* yang lebih tinggi. “Risiko dari portofolio yang didiversifikasikan secara baik tergantung pada risiko pasar dari masing-masing saham yang di masukkan dalam portofolio tersebut, dengan kata lain jika ingin membentuk portofolio yang memiliki risiko rendah, maka saham–saham yang dipilih bukanlah saham-saham yang memiliki covariance dengan portofolio yang rendah, Kalau portofolio tersebut mewakili kesempatan investasi yang ada, dengan proporsi sesuai dengan bobot investasi tersebut, maka portofolio tersebut disebut sebagai portofolio pasar” (Ragab et al., 2019).

Pada tahun 1950-an Harry M. Markowitz mengemukakan sebuah teori yang kemudian disebut dengan Teori Portofolio Markowitz. Teori Portofolio Markowitz menggunakan beberapa pengukuran statistik dasar seperti standar deviasi, korelasi antar return dan expected return untuk mengembangkan rencana portofolio. Teori ini mengestimasi tingkat pengembalian dan tingkat risiko dalam melakukan investasi, dimana tingkat risiko dapat diminimalisir dengan cara melakukan diversifikasi serta mengkombinasikan berbagai instrumen investasi ke dalam portofolio.

Model Markowitz mencoba untuk memaksimalkan *return* yang diharapkan dengan menentukan jumlah risiko tertentu, atau meminimalisir risiko untuk tingkat *return* yang diharapkan. Tandililin (2017) menyatakan bahwa Markowitz memberikan nasihat mengenai diversifikasi portofolio yaitu, “Janganlah menaruh semua telur ke dalam satu keranjang, karena kalau keranjang tersebut jatuh, maka semua telur yang ada dalam keranjang tersebut akan pecah”, yang memiliki arti bahwa investor akan lebih baik jika tidak menempatkan semua dana yang dimiliki pada satu emiten saham saja atau pada satu instrumen keuangan saja. Menurut (Jones, 2019 hlm. 251), pendekatan Markowitz pada pemilihan portofolio adalah bahwa seorang investor seharusnya mengevaluasi portofolio berdasarkan pada imbal hasil yang diharapkan dari portofolio dan risikonya yang diukur dengan standar deviasi.

II.1.3 Excess Return Saham

(Kisman & M, 2015) menyatakan bahwa “*return* adalah keuntungan yang diperoleh oleh perusahaan, individu dan institusi dari hasil kebijakan investasi yang dilakukannya”. *Return* dalam hal ini dapat diperoleh dari dividen yaitu “pengembalian yang diberikan oleh perusahaan penerbit saham karena perusahaan tersebut telah memperoleh keuntungan”, dan *capital gain* yaitu selisih antara harga beli dan harga jual (Murhadi & Andajani, 2018).

Return saham didefinisikan sebagai perubahan nilai suatu aset (*capital gain*). *Return* saham adalah keuntungan yang diterima oleh pemegang saham sebagai imbal hasil dari investasinya (Fatihudin et al., 2018). Jika *return* suatu saham semakin besar, maka resiko yang harus di tanggung oleh pemegang saham pun semakin besar. *Return*

saham terbagi menjadi 3 yaitu *expected return*, *realized return*, dan *excess return* (Mulya, Zaini, & Ramdani, 2019).

1. *Return* realisasian dihitung menggunakan data masa lalu atau data historis. Menurut Hartono (2015) “*return* realisasian (*realized return*) adalah *return* yang sudah terjadi”. *Return* realisasian dianggap penting karena dapat menjadi salah satu indikator dalam mengukur kinerja suatu perusahaan. *Return* realisasian ini digunakan sebagai dasar dalam menentukan *return* ekspektasian dan risiko dimasa datang.
2. *Return* ekspektasian (*expected return*) adalah *return* yang diinginkan atau diharapkan oleh investor di masa yang akan datang. Pengukuran *return* realisasian dalam pembahasan ini adalah *return* total yang dapat diukur menurut Hartono (2015) terdiri dari:

$$Return = Capital\ gain\ (loss) + Yield \quad (1)$$

Keterangan:

Capital gain atau *loss* = Selisih dari harga investasi sekarang relatif dengan harga periode yang lalu

Yield = Presentase penerimaan kas periodik dengan harga investasi periode tertentu.

$$Return\ Saham = \frac{(P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}} \quad (2)$$

Keterangan:

P_t = *Closing price* pada bulan t

P_{t-1} = *Closing price* pada bulan t-1

3. *Excess return* merupakan pengembalian dari suatu aset setelah di kurangi dengan tingkat bunga bebas risiko (Wiley, 2018). *Excess return* dapat dihitung dengan mengurangi *return* yang diharapkan dengan *return* aset bebas resiko menggunakan nilai dari SBI atau Sertifikat Bank Indonesia (Larasati, Irwanto, & Permasari, 2013). *Excess return* saham yang digunakan pada penelitian merupakan selisih *return* saham dengan tingkat bunga bebas risiko. Tingkat bunga bebas resiko diperoleh dari rata-rata *repo rate* pada periode tertentu

(Mulya, Zaini, & Ramdani, 2019). Perhitungan *excess return* saham ialah sebagai berikut:

$$\text{Excess Return saham} = R_i(t) - R_f(t) \quad (3)$$

Keterangan:

$R_i(t)$ = Return Saham bulanan

$R_f(t)$ = Rata-rata tingkat bunga bebas risiko

Maka *return* saham adalah pengembalian yang diterima oleh investor berupa *dividend* atau *capital gain*. *Excess return* adalah pengembalian yang akan diterima oleh investor atas kepemilikan dari suatu aset yang telah dikurangi dengan tingkat suku bunga bebas risiko.

II.1.4 Fama French 5 Factor Model

(Fama, Eugene and French, 1992) menganalisis efek seperti faktor pasar, ukuran perusahaan, dan *book-to-market equity* atas *return* saham. Menurut temuan, mereka menemukan bahwa beta tidak cukup untuk menjelaskan *return* saham. Kemudian, Fama dan French (1993, 1995 dan 1996) mempresentasikan model tiga faktor empiris (FF3F) yang meliputi ukuran dan faktor BE / ME selain faktor pasar. Sebagai Hasilnya, mereka menemukan bahwa *Fama-French 3 Factors* menjelaskan variasi dalam *return* saham lebih baik dari CAPM. Pada 2015, Fama-French mengembangkan model baru dengan memperkenalkan dua variabel baru yaitu faktor profitabilitas serta faktor investasi ke dalam model tiga faktor. (Fama & French, 2015) menyatakan bahwa setelah model tiga factor berubah menjadi lima faktor menunjukkan tingkat keakuratan yang lebih baik jika dibandingkan dengan model tiga faktor. Faktor yang diformulasikan pada model lima faktor antara lain, *excess return* pasar, ukuran perusahaan atau SMB (*Small Minus Big*), *book-to-market* atau HML (*High Minus Low*), serta menambahkan faktor profitabilitas atau RMW (*Robust Minus Weak*) dan investasi atau CMA (*Conservative Minus Aggressive*). *Fama-French 5 Factors model* dirumuskan dalam suatu persamaan sebagai berikut (Fama & French, 2015):

$$R_i - R_f = \alpha + \beta_1(R_m - R_f) + \beta_2(SMB) + \beta_3(HML) + \beta_4(RMW) + \beta_5(CMA) + \mu \quad (4)$$

Farhan Nugraha, 2021

ANALISIS FAMA FRENCH 5 FACTORS MODEL DALAM MEMPENGARUHI EXCESS RETURN SAHAM PADA LQ45

UPN Veteran Jakarta, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Program Studi S1 Manajemen
[www.upnvj.ac.id - www.library.upnvj.ac.id – www.respository.upnvj.ac.id]

Keterangan:

R_i	: Return saham
R_f	: Risk-free rate
α	: Intercept
β_1	: Beta pasar atau koefisien regresi premi risiko pasar
R_m	: Return pasar
β_2	: Beta atau koefisien regresi return SMB
SMB	: <i>Small Minus Big</i>
β_3	: Beta atau koefisien regresi HML
HML	: <i>High Minus Low</i>
β_4	: Beta atau koefisien regresi RMW
RMW	: <i>Robust Minus Weak</i>
β_5	: Beta atau koefisien regresi CMA.
CMA	: <i>Conservative Minus Aggressive</i>
μ	: Error term

II.1.5 Premi Risiko Pasar (*Market risk premium*)

Faktor premi risiko pasar (*market risk premium*) atau *beta* merupakan faktor pertama yang dipertimbangkan dalam *Fama-French Five Factor Model*. premi risiko pasar merupakan tambahan pengembalian dari harga pasar dikurangi dengan tingkat bunga bebas risiko (Fawziah & Margasari, 2016). Nilai premi risiko pasar diperoleh dan dihitung menggunakan data harga pasar. Premi risiko pasar dalam penelitian ini diprosikan sebagai *excess return* pasar. *Excess return* pasar merupakan selisih dari *return* pasar bulanan dengan tingkat bunga bebas risiko. *Return* pasar diperoleh dari data Indeks Harga Saham Gabungan bulanan selama periode tertentu (Mulya, Zaini, & Ramdani, 2019). *Excess return* pasar dapat dihitung sebagai berikut:

$$RP_m = R_{Mt} - RFR_t \quad (5)$$

Keterangan:

RP_m = *Excess return* pasar

RFR_t = Tingkat bunga bebas resiko

Farhan Nugraha, 2021

ANALISIS FAMA FRENCH 5 FACTORS MODEL DALAM MEMPENGARUHI
EXCESS RETURN SAHAM PADA LQ45

UPN Veteran Jakarta, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Program Studi S1 Manajemen
[www.upnvj.ac.id - www.library.upnvj.ac.id – www.respository.upnvj.ac.id]

$$R_{Mt} = \text{Return Pasar}$$

II.1.6 Ukuran Perusahaan (*Firm size*)

Ukuran perusahaan (*firm size*) merupakan suatu skala klasifikasi besar kecilnya suatu perusahaan menurut berbagai indicator seperti total aktiva, log *size*, harga pasar saham, dan lain-lain. Ukuran perusahaan dihitung karena perusahaan dengan ukuran kecil cenderung memiliki risiko yang lebih tinggi jika dibandingkan dengan perusahaan dengan ukuran yang lebih besar. Oleh karena itu, investor mengharapkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi pada perusahaan berukuran kecil. Ukuran perusahaan juga dapat diperoleh dengan menghitung nilai kapitalisasi pasar (Jogiyanto, 2017).

Formula untuk ukuran perusahaan, yaitu:

$$\text{Ukuran perusahaan} = \frac{\text{harga saham per tahun} \times \text{jumlah saham beredar}}{\text{jumlah saham beredar}} \quad (6)$$

Ukuran Perusahaan (*firm size*) dapat berpengaruh terhadap *excess return* saham karena kapitalisasi pasar sebuah perusahaan akan memengaruhi tingkat keuntungan dan tingkat risiko. Fama-French 5 Factors Model menggunakan *Small Minus Big* (SMB) sebagai proksi dari *firm size*. SMB merupakan selisih dari rata-rata *return* saham kelompok perusahaan dengan nilai kapitalisasi pasar kecil (*small*) dengan rata-rata *return* saham kelompok perusahaan dengan nilai kapitalisasi pasar besar (*big*). Menurut Fama & French (2014), formula untuk menghitung SMB, yaitu:

$$SMB = \frac{1}{3} \left(\frac{S}{L} + \frac{S}{M} + \frac{S}{H} \right) - \frac{1}{3} \left(\frac{B}{L} + \frac{B}{M} + \frac{B}{H} \right) \quad (7)$$

Keterangan:

- B/H = Portofolio perusahaan ukuran besar dan rasio *book-to-market* tinggi
- B/M = Portofolio perusahaan ukuran besar dan rasio *book-to-market* sedang
- B/L = Portofolio perusahaan ukuran besar dan rasio *book-to-market* rendah
- S/H = Portofolio perusahaan ukuran kecil dan rasio *book-to-market* tinggi
- S/M = Portofolio perusahaan ukuran kecil dan rasio *book-to-market* sedang
- S/L = Portofolio perusahaan ukuran kecil dan rasio *book-to-market* rendah.

II.1.7 *Book-to-market Equity*

Book-to-market ratio adalah perbandingan nilai buku dengan nilai pasar (Justina, 2017). Nilai buku artinya nilai bisnis berdasarkan laporan keuangan perusahaan. Nilai buku diperoleh dari selisih antara total perusahaan dengan total utang (total ekuitas). Nilai pasar adalah nilai sebuah perusahaan menurut pasar saham. Nilai pasar dihitung dengan mengalikan jumlah saham beredar dan close price masing-masing perusahaan (Syahira, 2015). Fama & French (1992) menyatakan bahwa nilai *book-to-market* yang tinggi mengindikasikan bahwa perusahaan cenderung mengalami kesulitan keuangan atau memiliki prospek kedepan yang kurang baik. *Book-to-market* yang rendah mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut dinilai *undervalued* (rasio *book-to-market* < 1) atau dapat disimpulkan perusahaan memiliki kinerja baik, sebaliknya jika nilai *book-to-market* yang tinggi mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut dinilai *overvalued* (rasio *book-to-market* > 1) atau dapat disimpulkan perusahaan memiliki kinerja buruk.

Rumus *book-to-market ratio* (Justina, 2017), sebagai berikut:

$$\text{Book-to-market ratio} = \frac{\text{Book Value}}{\text{Market Value}} \quad (8)$$

Fama-French 5 Factors Model menggunakan HML sebagai proksi dari *book-to-market*. Proksi HML pada *Fama French Five Factors Model* menunjukkan tinggi atau rendahnya nilai *book-to-market* (B/M) dari perusahaan. HML didapat dari selisih rata-rata *return* saham kelompok perusahaan dengan nilai B/M tinggi dengan rata-rata *return* saham kelompok perusahaan dengan nilai B/M rendah (Fama, Eugene and French, 1992). Menurut (Fama & French, 2015), formula untuk menghitung nilai HML, sebagai berikut:

$$\text{HML}_t = \frac{(\text{SH} + \text{BH}) - (\text{SL} + \text{BL})}{2} \quad (9)$$

Keterangan:

HML_t = Selisih antara rata-rata *return* saham pada kelompok perusahaan *high* dengan rata-rata *return* saham pada kelompok perusahaan *low* pada periode t

- SH = Rata-rata *return* saham pada kelompok perusahaan *small-high* B/M pada periode t
- BH = Rata-rata *return* saham pada kelompok perusahaan *big-high* B/M pada periode t
- SL = Rata-rata *return* saham pada kelompok perusahaan *small-low* B/M pada periode t
- BL = Rata-rata *return* saham pada kelompok perusahaan *big-low* B/M pada periode t

II.1.8 Profitabilitas

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Profitabilitas perusahaan dapat dihitung dengan cara membandingkan laba yang diperoleh pada periode tertentu dengan jumlah aktiva atau jumlah modal perusahaan tersebut (Alrabadi & Alrabadi, 2018). Dalam pengukurannya profitabilitas menggunakan rasio *Return On Equity* (ROE), yaitu dengan formula berikut:

$$ROE = \frac{Net\ profit}{Total\ equity} \quad (10)$$

Profitability menggunakan proksi *Robust Minus Weak* (RMW). RMW didapat dari rata-rata *return* bulanan perusahaan dengan tingkat profitabilitas tinggi (*robust*) dikurangi dengan rata-rata *return* perusahaan dengan tingkat profitabilitas rendah (*weak*) (Fama & French, 2015). cara untuk menentukan perusahaan yang termasuk ke dalam golongan *robust* atau *weak* adalah dengan mengurutkan hasil perhitungan ROE dari seluruh perusahaan dari yang tertinggi sampai yang terendah. Jika nilai ROE suatu perusahaan berada di atas nilai median maka perusahaan tersebut akan masuk *robust*, sebaliknya jika nilai RoE suatu perusahaan berada di bawah nilai median maka akan masuk golongan *low* (Fama & French, 2015).

Menurut (Fama & French, 2015), formula untuk menghitung nilai RMW, sebagai berikut:

$$RMWt = \frac{(SR + BR) - (SW + BW)}{2} \quad (11)$$

Keterangan:

Farhan Nugraha, 2021

ANALISIS FAMA FRENCH 5 FACTORS MODEL DALAM MEMPENGARUHI EXCESS RETURN SAHAM PADA LQ45

UPN Veteran Jakarta, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Program Studi S1 Manajemen
[www.upnvj.ac.id - www.library.upnvj.ac.id – www.respository.upnvj.ac.id]

- RMWt = Selisih antara rata-rata *return* saham pada kelompok perusahaan *robust* dengan rata-rata *return* saham pada kelompok perusahaan *weak* pada periode t
- SR = Rata-rata *return* saham pada kelompok perusahaan *small-robust* pada periode t
- BR = Rata-rata *return* saham pada kelompok perusahaan *big-robust* pada periode t
- SW = Rata-rata *return* saham pada kelompok perusahaan *small-weak* pada periode t
- BW = Rata-rata *return* saham pada kelompok perusahaan *big-weak* pada periode t

II.1.9 Investasi

Investasi merupakan “*any vehicle into which fund can be placed with expectation that it will generate positive income and/or preserve on oncreased its value*” artinya bahwa investasi merupakan wadah yang dapat menyimpan dana dengan harapan mendapat imbal hasil positif dan/atau dapat mempertahankan nilai mata uang tersebut (Fama & French, 2015). Investasi dapat diartikan sebagai pembelian suatu aset atau barang dengan harapan akan menghasilkan imbal hasil di masa yang akan datang (Tandelilin, 2017). Investasi diprosikan dengan *asset growth* atau pertumbuhan aset. Pertumbuhan aset menunjukkan aset yang digunakan dalam kegiatan operasional perusahaan. Pertumbuhan aset yang cepat menandakan bahwa perusahaan sedang mengadakan ekspansi. (Paliienko et al., 2020) Formula untuk mengukur *investment*, yaitu:

$$Investment = \frac{Asset\ t - Asset\ t-1}{Asset\ t-1} \quad (12)$$

Keterangan:

Asset t : Total aset perusahaan pada waktu t

Aset t-1 : Total aset perusahaan pada waktu t-1

Investment dalam *Fama-French Five Factor Model* diproksikan dengan *Conservative Minus Aggressive* (CMA). CMA merupakan selisih dari rata-rata *return* saham kelompok perusahaan *conservative* dengan rata-rata *return* saham kelompok perusahaan dengan *aggressive*. Menurut Fama & French (2014), cara menentukan perusahaan yang termasuk ke golongan *conservative* dan *aggressive* adalah dengan mengurutkan hasil perhitungan *investment* (*Asset Growth*) dari seluruh perusahaan dari yang terbesar sampai yang terkecil. Jika nilai *asset growth* suatu perusahaan berada di atas nilai median maka perusahaan tersebut akan masuk golongan *aggressive*, sebaliknya jika nilai *asset growth* suatu perusahaan berada di bawah nilai median maka akan masuk golongan *conservative* (Fama & French, 2015).

(Fama & French, 2015), formula untuk menghitung nilai CMA, sebagai berikut:

$$CMA_t = \frac{(SC + BC) - (SA + BA)}{2} \quad (13)$$

Keterangan:

CMA_t = Selisih antara rata-rata *return* saham pada kelompok perusahaan *conservative* dengan rata-rata *return* saham pada kelompok perusahaan *aggressive* pada periode t

SC = Rata-rata *return* saham pada kelompok perusahaan *small-conservative* pada periode t

BC = Rata-rata *return* saham pada kelompok perusahaan *big-conservative* pada periode t

SA = Rata-rata *return* saham pada kelompok perusahaan *small-aggressive* pada periode t

BA = Rata-rata *return* saham pada kelompok perusahaan *big-aggressive* pada periode t.

II.1.10 Capital Asset Pricing Model (CAPM)

Capital Assets Pricing Model (CAPM) CAPM di kemukakan pertama kali oleh William Sharpe (1964), John Lintner dan Jan Mossin pada tahun tahun 1964-1966

Farhan Nugraha, 2021

ANALISIS FAMA FRENCH 5 FACTORS MODEL DALAM MEMPENGARUHI EXCESS RETURN SAHAM PADA LQ45

UPN Veteran Jakarta, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Program Studi S1 Manajemen
[www.upnvj.ac.id - www.library.upnvj.ac.id – www.respository.upnvj.ac.id]

(Alrabadi & Alrabadi, 2018). *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* merupakan sebuah model yang menjelaskan hubungan antara resiko dan *expected return* pada suatu portofolio. Model tersebut dapat digunakan untuk menentukan harga aset berisiko. Menurut (Ragab et al., 2019) Model CAPM berasumsi bahwa *return* saham dipengaruhi oleh satu faktor, yaitu *excess return* pasar atau biasa disebut *beta*. CAPM memiliki validitas tinggi dalam mengestimasi *return* saham pada satu tahun ke depan, tetapi jika data yang digunakan pada saat pasar berada dalam kondisi gejolak yang tinggi, CAPM menjadi tidak valid. (Bodie et al., 2019 hlm. 289), menjelaskan bahwa CAPM mengasumsikan pasar efek ideal sebagai berikut: a). pasar berukuran besar dan investor tidak dapat menentukan harga. b). tidak ada pajak atau biaya transaksi. c). seluruh aset yang berisiko diperdagangkan di publik. d). semua uang dapat dipinjam dan dipinjamkan pada tingkat suku bunga yang tetap dan bebas risiko.

Teori CAPM menyatakan bahwa penting bagi investor untuk memperhitungkan risiko sistematis (*systematic risk*) karena risiko sistematis tidak dapat dihilangkan menggunakan diversifikasi. Risiko sistematis atau biasa diproksikan sebagai β , dapat diukur berdasarkan sensitivitas aset terhadap risiko pasar. Persamaan *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* dapat di tuliskan sebagai berikut (Ibrahim et al., 2017):

$$R_i = R_f + \beta (R_m - R_f) \quad (14)$$

Keterangan:

R_i = Return saham i

R_f = Return bebas risiko / Tingkat bunga bebas risiko

β = Beta saham (indikator risiko sistematis)

R_m = Return pasar

Model CAPM adalah model yang banyak digemari karena proses perhitungan yang sederhana serta kesediaan data yang memadai. Namun, kinerja CAPM dianggap tidak mampu menjelaskan *return* saham oleh banyak peneliti. Menurut Tandelilin (2017), terdapat kemungkinan error

II.1.11 Pengaruh Fama French 5 Factors Model Terhadap Excess Return

Pada tahun 2015, Fama-French mengembangkan model baru dengan memperkenalkan dua variabel baru yaitu faktor profitabilitas dan investasi ke dalam model tiga faktor. Fama & French (2015) mengemukakan bahwa dengan menambahkan 2 faktor tambahan menghasilkan tingkat keakuratan yang lebih tinggi dibandingkan dengan model tiga faktor dalam menjelaskan *return* saham. Faktor yang dihitung dalam *Five Factor Model*, yaitu *market risk premi*, ukuran perusahaan diproksikan sebagai SMB (*Small Minus Big*), *book-to-market* diproksikan sebagai HML (*High Minus Low*), faktor profitabilitas diproksikan sebagai RMW (*Robust Minus Weak*) dan investasi diproksikan sebagai CMA (*Conservative Minus Aggressive*).

Penelitian (Acaravci & Karaomer, 2017) menunjukkan bahwa *Fama-French 5 Factors Model* dapat menjelaskan variasi *excess return* dengan baik pada bursa saham Istanbul. Penelitian (Picchio et al., 2020) pun menyimpulkan bahwa *Fama-French 5 Factors Model* dapat menjelaskan tingkat pengembalian lebih baik dibandingkan dengan model CAPM dan model 3 faktor. (Gumilar et al., 2019)) mendukung hasil penelitian sebelumnya yang menyatakan bahwa seluruh variabel pada model *Fama & French Five-Factors* memiliki pengaruh yang signifikan secara simultan terhadap *excess return* dengan tingkat pengaruh sebesar 65.7%. Penelitian (Musawa et al., 2018), (Rowshandel et al., 2019), dan (Sambas Putra & Susanti, 2019) mendukung hasil penelitian-penelitian sebelumnya.

II.2 Penelitian Terdahulu

Sejumlah penelitian terkait, mengenai penggunaan Fama French *Five Factor Model* telah dilakukan, berikut penjelasan mengenai hasil penelitian yang relevan dengan penelitian ini, antara lain sebagai berikut :

- 1) (Dhaoui & Bensalah, 2017), Melakukan penelitian dengan judul *Asset valuation impact of investor sentiment: A revised Fama–French five-factor model* dengan objek penelitian menggunakan data bulanan pasar AS (NYSE) periode dari Juli 1965 sampai September 2015. Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian

ini adalah analisis regresi. Analisis empiris membedakan antara model lima faktor dengan dan tanpa indeks sentimen investor hasil penelitian menunjukkan bahwa pasar premi risiko dan UKM secara statistic berdampak positif pada keuntungan yang diharapkan untuk enam portofolio yang dipilih. HML tampaknya berdampak negatif terhadap hasil yang diharapkan di kasus portofolio B / M rendah, sedangkan RMW tampaknya berpengaruh negatif secara statistic pengembalian yang diharapkan dalam portofolio saham kecil.

- 2) (Acaravci & Karaomer, 2017), Melakukan penelitian dengan judul “*Fama-French Five Factor Model: Evidence from Turkey*” dengan objek penelitian yaitu Bursa Istanbul (BIST) selama periode 132 bulan antara Juli 2005 dan Juni 2016, Teknik analisis yang digunakan uji GRS-F. hasil penelitian ini menunjukkan bahwa secara konsekuen ditetapkan bahwa FF5F valid di BIST. Selain itu, FF5F memiliki kekuatan untuk menjelaskan variasi kelebihan pengembalian portofolio.
- 3) (Wijaya, Sheila et al., 2017), melakukan penelitian dengan judul “*Analisis Fama French Five Factor Model dan Three Factor Model dalam Menjelaskan Return Portofolio Saham*” dengan objek penelitian perusahaan yang terdaftar pada Indeks Kompas 100 periode 2010-2015. Teknik analisis yang digunakan yaitu regresi data panel. Hasil penelitian menunjukkan *Size* dan *investment* berpengaruh negatif signifikan terhadap return. Perbedaan hasil terletak pada faktor *book-to-market*, yang pengaruhnya tidak signifikan terhadap return. Selain itu, pada penelitian ini juga didapatkan hasil bahwa Model 5FF dapat menjelaskan return dengan lebih baik daripada model 3FF
- 4) (Yaşar Erdinç, 2017), Melakukan penelitian dengan judul “*Comparison of CAPM, Three-Factor Fama-French Model and Five-Factor Fama-French Model for the Turkish Stock Market*” dengan objek penelitian pasar saham Turki dengan sampel dari Juni 2000-Mei 2017. Teknik analisis yang digunakan yaitu uji GRS. hasil penelitian menunjukkan bahwa model lima faktor menjelaskan lebih baik variasi umum dalam pengembalian saham daripada model tiga faktor dan model penetapan harga aset modal. Selain itu, CAPM tidak memiliki

kekuatan untuk menjelaskan setiap bulan pengembalian berlebih dari portofolio yang diurutkan. Meskipun model tiga faktor tampaknya memiliki pengaruh yang signifikan koefisien, intersep dalam model ini memiliki nilai-t signifikan yang menunjukkan bahwa model tersebut memiliki masalah dalam menjelaskan pengembalian portofolio

- 5) (Musawa et al., 2018), Melakukan penelitian dengan judul “*A Test of The Fama-French Five Factor Model in Comparison to The Capital Asset Pricing Model at The Lusaka Securities Exchange*” objek pada penelitian ini adalah Bursa Efek Lusaka. Teknik analisis yang digunakan yaitu analisis regresi berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa model *Five Factor* lebih baik daripada CAPM dalam penangkapan variasi dalam pengembalian saham. The Adjusted R-squared untuk model lima faktor dari semua penyortiran portofolio individu adalah 0,9, sedangkan untuk CAPM adalah 0,13.
- 6) (Cox & Britten, 2019), melakukan penelitian dengan judul *The Fama-French five-factor model: Evidence from the Johannesburg Stock Exchange*. Objek penelitian ini yaitu Bursa Efek Johannesburg (BEJ). Teknik analisis yang digunakan yaitu regresi, hasil penelitian menunjukkan bahwa model tiga faktor ukuran-nilai dan ukuran-profitabilitas terbaik menjelaskan pengembalian deret waktu saat membandingkan model. Lima faktor Model paling baik menjelaskan penampang laba dan, secara keseluruhan, hasilnya mengidentifikasi premi ukuran terbalik yang signifikan dan hubungan negatif antara beta dan pengembalian tetapi menemukan nilai premium yang signifikan. Itu faktor tambahan profitabilitas dan investasi berkontribusi menjelaskan imbal hasil di BEJ; Namun, profitabilitas lebih dari itu konsisten daripada investasi.
- 7) (Gumilar et al., 2019), Melakukan penelitian dengan judul “Perbandingan 3 Faktor dan 5 Faktor Asset Pricing Model” dengan objek penelitian perusahaan yang terdapat dalam kategori LQ 45 selama periode 2012-2016. Teknik analisis yang digunakan yaitu analisis pengujian asumsi klasik dan paired samples test. Hasil penelitian diketahui bahwa lima faktor lebih baik dalam menjelaskan

kelebihan pengembalian dibandingkan dengan tiga faktor jika dilihat dari uji simultan dan uji sampel berpasangan yang telah dilakukan.

- 8) (Sambas Putra & Susanti, 2019), dengan judul “Pengujian *Fama & French Five-Factors Asset Pricing Model* Pada Indeks LQ45 Periode 2014-2018” sampel dalam penelitian ini yaitu 25 perusahaan yang termasuk kedalam indeks LQ45. Teknik analisis data yang digunakan adalah analisis regresi berganda. Hasil pengujian menunjukkan bahwa seluruh variabel dalam *Fama & French Five-Factors Asset Pricing Model* berpengaruh signifikan secara simultan terhadap *excess return* dengan besarnya pengaruh adalah 65.7%. Hasil pengujian secara parsial juga menunjukkan bahwa seluruh variabel dalam penelitian ini mempunyai pengaruh signifikan terhadap *excess return*. Hal ini berarti *Fama & French Five-Factors Asset Pricing Model* dalam periode penelitian ini dapat menjelaskan tingkat *excess return* saham yang diharapkan oleh investor.
- 9) (Rowshandel et al., 2019), Melakukan penelitian dengan judul “*Developing revised Fama-French Five-Factor models by including dividend rate, cash holdings, and free cash flow to equity: evidence of Tehran stock exchange*”. Sampel statistik terdiri dari 75 perusahaan yang terdaftar di Bursa Teheran Exchange (TSE) selama 2003-2017. Teknik analisis yang digunakan yaitu uji data panel. Menurut hasil, kelima variabel dalam FFFFM (yaitu rasio nilai *book to market*, ukuran perusahaan, peluang pertumbuhan, profitabilitas, dan investasi) memiliki hubungan positif dan signifikan terhadap *return* saham.
- 10) (Ragab et al., 2019), Melakukan penelitian dengan judul “*A Comparative Study between the Fama and French Three-Factor Model and the Fama and French Five-Factor Model: Evidence from the Egyptian Stock Market*” objek pada penelitian ini adalah pasar saham Mesir, Teknik analisis yang digunakan yaitu regresi deret waktu dan GRS. Hasil penelitian mengungkapkan bahwa kedua model memberikan deskripsi yang tidak lengkap tentang pengembalian di Pasar saham Mesir. Namun, dalam memfokuskan pada kinerja relatif kedua model, hasilnya menunjukkan Model lima faktor Fama dan Prancis memberikan penjelasan yang lebih baik tentang pengembalian saham di pasar saham Mesir daripada model tiga faktor yang diberi nilai R² yang disesuaikan dan nilai tes GRS.

- 11) (Saleh, 2020), Melakukan penelitian dengan judul “*Empirical Testing of the Five-Factor Model of Fama and French in Indonesia as an Emerging Capital Market*” objek pada penelitian ini yaitu perusahaan yang terdaftar di sektor keuangan dengan 170 observasi selama periode 2012-2016. Teknik analisis yang digunakan yaitu regresi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa return pasar berpengaruh positif dan signifikan secara parsial pengembalian saham untuk CAPM. Secara spesifik, kedua variabel, kecil minus besar (SMB) dan tinggi minus rendah (HML) memiliki berpengaruh positif dan signifikan terhadap return saham dalam model tiga faktor dan model lima faktor Fama dan Perancis.

Tabel 5 Penelitian Terdahulu

No	Nama Peneliti & Tahun	Sampel dan Alat Uji	Variabel	Hasil / Kesimpulan
1	(Nesrine Bensalah, 2016)	1. data bulanan pasar AS (NYSE) 2. Analisis Regresi	<i>Fama-French Five Factor Model</i>	Signifikan
2	(Songul & Yunus, 2017)	1. Bursa Istanbul (BIST) 2. uji GRS-F	<i>Fama-French Five Factor Model</i>	Signifikan
3	(Sheila,dkk, 2017)	1. Indeks Kompas 100 2. regresi data panel	<i>Market Risk Size</i>	Positif Signifikan Positif Tidak Signifikan
			<i>Book to Market</i>	Positif Signifikan
			<i>Profitability</i>	Positif Signifikan
			<i>Investment</i>	Positif Signifikan
			<i>Fama-French Five Factor Model</i>	Signifikan

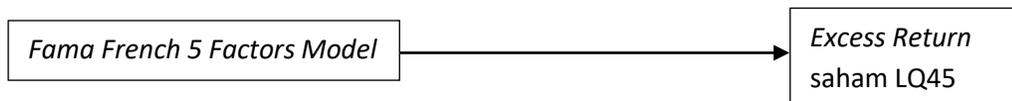
No	Nama Peneliti & Tahun	Sampel dan Alat Uji	Variabel	Hasil / Kesimpulan
4	(Yaşar Erdiñç, 2018)	1. 263 perusahaan nonfinansial	CAPM	Tidak Signifikan
			<i>Fama-French</i>	Signifikan
		2. uji GRS	<i>Five Factor Model</i>	
			<i>Fama-French</i>	Signifikan
5	(Nsama, 2018)	1. Bursa Lusaka	CAPM	Tidak Signifikan
			<i>Fama-French</i>	Signifikan
		2. Analisis Regresi Berganda	<i>Five Factor Model</i>	
			<i>Model</i>	
6	(Shaun & James, 2019),	1. Bursa Johannesburg (BEJ).	<i>Fama-French</i>	Signifikan
			<i>Five Factor Model</i>	
		2. Analisis Regresi	<i>Model</i>	
7	(Ivan & Neneng, 2019)	1. 20 perusahaan LQ45	<i>Fama-French</i>	Signifikan
			<i>Five Factor Model</i>	
		2. Asumsi Klasik dan Paired Samples Test	<i>Fama-French</i>	Signifikan
			<i>Theree Factor Model</i>	
8	(Ivan, dkk, 2019),	1. 25 Perusahaan LQ45	<i>Market Risk</i>	Signifikan
			<i>Size</i>	Signifikan
		2. Analisis Regresi Berganda	<i>Book to Market</i>	Signifikan
			<i>Profitability</i>	Signifikan
			<i>Investment</i>	Signifikan

No	Nama Peneliti & Tahun	Sampel dan Alat Uji	Variabel	Hasil / Kesimpulan
			<i>Fama-French</i> <i>Five Factor</i> <i>Model</i>	Signifikan
9	(Shahla, dkk, 2019)	1. 75 Perusahaan 2. Uji Data Panel	<i>Book to Market</i> <i>Value Ratio</i> <i>Firm Size</i> <i>Growth</i> <i>Opportunity</i> <i>Profitability</i> <i>Investment</i> <i>Fama-French</i> <i>Five Factor</i> <i>Model</i>	Signifikan Signifikan Signifikan Signifikan Signifikan Signifikan Signifikan
10	(Nada, 2020),	1. 134 Saham yang Terdaftar di Pasar Saham Mesir 2. Regresi Deret Waktu dan GRS	<i>Fama-French</i> <i>Five Factor</i> <i>Model</i> <i>Fama-French</i> <i>Theree Factor</i> <i>Model</i>	Signifikan Signifikan
11	(Saleh Mustaruddin, 2020)	1. sektor keuangan dengan 170 observasi selama periode 2012-2016. 2. Regresi	CAPM <i>Fama-French</i> <i>Five Factor</i> <i>Model</i> <i>Fama-French</i> <i>Theree Factor</i> <i>Model</i>	Signifikan Signifikan Signifikan

Sumber: scholar.google.com

II.3 Model Penelitian

Model penelitian merupakan suatu model yang menjelaskan bagaimana hubungan sebuah teori dengan faktor-faktor yang telah diketahui dalam suatu masalah tertentu (Sugiyono, 2017). Model penelitian dapat mempermudah jalan pemikiran dalam memandang permasalahan yang diteliti. Model penelitian menggambarkan hubungan variabel independen dengan variabel dependen. Variabel independen dalam penelitian ini adalah *excess return* saham dan variabel dependen dalam penelitian ini yaitu risiko premi pasar, ukuran perusahaan, *book-to-market ratio*, profitabilitas, dan investasi. Maka model penelitian dalam penelitian ini digambarkan sebagai berikut:



II.4 Hipotesis Penelitian

Sesuai dengan tujuan penelitian yang telah dipaparkan, adapun inti dari penelitian ini adalah untuk menguji hipotesis bahwa *Fama French 5 Factors Model* berpengaruh terhadap *excess return* pada perusahaan yang terdaftar di Indeks LQ45.