



Rekayasa Model Tiga Faktor Fama and French dimoderasi *Creative Accounting* pada Pasar Modal Indonesia dengan Indeks Kompas 100

Yuki Dwi Darma^{1*}, Pujiharta², Emmelia Tan³

¹⁻³Universitas Pelita Bangsa, Indonesia

Email: yuki@pelitabangsa.ac.id^{1*}, yukidwidarma2012@gmail.com²⁻³

*Penulis Korespondensi: yuki@pelitabangsa.ac.id

Abstract. *This study aims to reconstruct the Fama and French Three-Factor Model by incorporating creative accounting as a moderating variable in explaining stock returns in the Indonesian capital market. The capital market plays a crucial role as a mechanism for allocating long-term funds; however, stock return determination is still influenced by market risk, firm fundamental characteristics, the quality of accounting information, and investor behavior. The CAPM model, which emphasizes market beta, is considered insufficient to fully explain variations in stock returns. The Fama and French Three-Factor Model then introduces market risk premium, size, and book-to-market factors as key determinants, yet its effectiveness is not always consistent in emerging markets such as Indonesia. Market conditions characterized by semi-strong form efficiency, information asymmetry, economic volatility, and creative accounting practices may reduce the relevance of financial reporting and influence investment decisions. Therefore, adding creative accounting as a moderating variable is expected to improve the model's quality, strengthen investor confidence in financial information, and provide a more accurate basis for investment decision-making.*

Keywords: *Creative Accounting; Fama-French Three-Factor Model; Indonesian Capital Market; Moderating Variable; Stock Returns.*

Abstrak. Penelitian ini bertujuan untuk merekonstruksi Model Tiga Faktor Fama dan French dengan memasukkan akuntansi kreatif sebagai variabel moderasi dalam menjelaskan return saham di pasar modal Indonesia. Pasar modal memiliki peran penting sebagai mekanisme alokasi dana jangka panjang; namun, penentuan return saham masih dipengaruhi oleh risiko pasar, karakteristik fundamental perusahaan, kualitas informasi akuntansi, dan perilaku investor. Model CAPM yang menekankan beta pasar dianggap belum cukup mampu menjelaskan variasi return saham secara menyeluruh. Model Tiga Faktor Fama dan French kemudian menambahkan faktor market risk premium, ukuran perusahaan (size), dan book-to-market sebagai determinan utama, tetapi efektivitasnya tidak selalu konsisten di pasar berkembang seperti Indonesia. Kondisi pasar yang ditandai oleh efisiensi bentuk semi-kuat, asimetri informasi, volatilitas ekonomi, dan praktik akuntansi kreatif dapat mengurangi relevansi pelaporan keuangan serta memengaruhi keputusan investasi. Oleh karena itu, penambahan akuntansi kreatif sebagai variabel moderasi diharapkan dapat meningkatkan kualitas model, memperkuat kepercayaan investor terhadap informasi keuangan, dan memberikan dasar pengambilan keputusan investasi yang lebih akurat.

Kata Kunci: Akuntansi Kreatif; Model Tiga Faktor Fama-French; Pasar Modal Indonesia; Return Saham; Variabel Moderasi.

1. PENDAHULUAN

Pasar modal memiliki peran strategis dalam sistem keuangan karena menjadi sarana alokasi dana dari investor kepada entitas bisnis yang membutuhkan pembiayaan jangka panjang. Sehubungan dengan investasi saham, salah satu isu utama yang selalu menjadi perhatian akademisi, investor, analis, dan manajer investasi adalah bagaimana menentukan variasi *return* saham secara akurat. *Return* saham tidak hanya dipengaruhi oleh risiko pasar secara umum, tetapi juga oleh karakteristik fundamental perusahaan, persepsi investor terhadap risiko, kualitas informasi akuntansi, serta perilaku investor dalam merespons informasi keuangan yang tersedia di pasar modal.

Dalam teori keuangan modern, *Capital Asset Pricing Model* atau CAPM pada awalnya menjadi model utama dalam menjelaskan hubungan antara risiko sistematis dan *return* saham. Model ini berpijak pada asumsi bahwa risiko pasar yang diukur melalui beta merupakan faktor utama yang menentukan *expected return* (Darma, 2017). Namun, perkembangan penelitian empiris menunjukkan bahwa beta pasar tidak selalu mampu menjelaskan variasi *return* saham secara menyeluruh. Fama dan French kemudian mengembangkan model tiga faktor yang memasukkan faktor ukuran perusahaan atau *size effect* dan faktor nilai perusahaan atau *book-to-market effect* selain premi risiko pasar (Fama & French, 1992b). Fama dan French menemukan bahwa ukuran perusahaan dan rasio *book-to-market equity* mampu menangkap variasi *return* saham yang tidak dapat dijelaskan secara memadai oleh beta pasar semata (Baek & Bilson, 2015a).

Model Fama and French *Three Factor Model* menjelaskan return saham melalui tiga komponen utama, yaitu *market risk premium*, *Small Minus Big (SMB)*, dan *High Minus Low (HML)*. *Market risk premium* menggambarkan kompensasi investor atas risiko pasar, SMB mencerminkan selisih return antara portofolio saham berkapitalisasi kecil dan besar, sedangkan HML mencerminkan selisih return antara saham dengan rasio *book-to-market* tinggi dan rendah. Dengan demikian, model ini tidak hanya melihat risiko pasar, tetapi juga mempertimbangkan karakteristik perusahaan yang dapat memengaruhi ekspektasi return investor (Griffin, 2005). Dalam berbagai penelitian internasional, model Fama and French terbukti lebih komprehensif dibandingkan CAPM karena mampu menangkap anomali pasar yang berkaitan dengan ukuran perusahaan dan nilai Perusahaan.

Meskipun demikian, efektivitas model Fama and French tidak selalu konsisten pada setiap negara, periode, sektor industri, maupun kondisi pasar. Pada pasar modal negara berkembang seperti Indonesia, karakteristik pasar yang relatif kurang efisien, tingkat asimetri informasi yang tinggi, dominasi investor tertentu, volatilitas makroekonomi, serta kualitas pelaporan keuangan perusahaan dapat menyebabkan hasil pengujian model Fama and French berbeda dengan temuan pada pasar modal negara maju (Fama & French, 2015a). Penelitian pasar modal Indonesia menemukan bahwa faktor *market*, *size*, dan *book-to-market* memiliki peran dalam menjelaskan return saham, dan hasilnya relatif konsisten dengan kerangka Fama and French *Three Factor Model* (Misran & Sutomo, 2025). Namun, penelitian lain menunjukkan hasil yang lebih beragam. Misalnya, penelitian terbaru pada saham Indonesia menemukan bahwa premi risiko pasar berpengaruh signifikan terhadap *return*, sedangkan *size* dan *book-to-market* tidak selalu signifikan, terutama ketika periode penelitian mencakup kondisi krisis seperti pandemi Covid-19.

Model Fama and French merupakan model yang sering digunakan investor pasar modal, analis sekuritas dan para peneliti bidang keuangan dalam menjelaskan hubungan keterkaitan resiko spesifik dengan imbal hasil portofolio sekuritas yang dibentuk (Kubota & Takehara, 2018a). Model Fama and French pertama kali diperkenalkan hanya mempertimbangkan 3 faktor fundamental yaitu resiko pasar, ukuran perusahaan dan nilai buku terhadap nilai pasar yang berdampak pada naik turunnya imbal hasil portofolio saham, dikenal dengan Model 3 Faktor Fama and French (FF3FM) (Darma, 2020); (Fama & French, 1996a). Sejalan dengan perkembangan zaman, model FF3FM menjadi kurang akurat dalam menjelaskan faktor resiko dengan imbal hasil portofolio sekuritas, (Fama & French, 2015b); (Darma & Anggi Lestari, 2022) menemukan bahwa model FF5F menjelaskan dengan baik *excess return* portofolio saham di Indonesia dibandingkan dengan model FF3F. Temuan ini juga sejalan dengan penelitian (Dasril et al., 2024), yang menemukan fakta bahwa model FF3F kurang andal jika digunakan di pasar modal negara berkembang seperti Indonesia, dengan Indeks Kompas 100.

Karakteristik pasar modal di Indonesia yang termasuk *semi-strong form* (Fama, 1991), sehingga investor konstitusional diuntungkan dengan informasi keuangan dan berita internal entitas bisnis dibandingkan dengan investor lainnya (I. Kim et al., 2016). Kesenjangan ini, menciptakan bias terhadap penerapan FF3FM yang berdampak kepada kegagalan model dalam menjelaskan keterkaitan resiko sistematis dengan *return* harapan dari portofolio sekuritas yang dibentuk investor pasar modal (Fama & French, 2018). Kesenjangan informasi keuangan yang diperoleh berbagai investor pasar modal di Indonesia disebabkan adanya perilaku *creative accounting*, sehingga relevansi laporan keuangan menjadi kurang handal berkaitan dengan upaya perusahaan memperoleh laba saat ini dan masa yang akan datang (Kothari et al., 2005). Upaya ini biasanya terkait dengan prestasi manajemen dalam menjalankan perusahaan yang tercermin dari peningkatan laba perusahaan para setiap periode waktu (Putri, 2019), sehubungan dengan besar kecilnya komisi dan bonus yang akan diterima oleh manajemen. Kekhawatiran investor asing terhadap lemahnya penerapan ESG pada emiten pasar modal di Indonesia menyebabkan tingginya volatilitas harga saham yang tergabung dalam indeks pasar modal, sedangkan investor domestik sebahagian besar lebih mempertimbangkan kualitas laba tanpa memahami dampak jangka panjang dari lemahnya penerapan ESG bagi emiten pasar modal Indonesia (Wan et al., 2023); (Putra & Asfiah, 2024).

Oleh sebab itu, dalam penelitian ini akan dilakukan rekayasa model Fama and French tiga factor dengan penambahan *creative Accounting* sebagai pemoderasi demi meningkatkan keyakinan investor terhadap kualitas informasi keuangan, sehingga akan menghasilkan model

yang FF3FM yang berkualitas dalam pengambilan keputusan investasi, terutama di Pasar Modal Indonesia yang memiliki karakteristik *Semi Strong Form* (Fama, 1991).

2. KAJIAN TEORITIS

Teori Keagenan

Teori keagenan menjelaskan adanya hubungan kontraktual antara pemilik perusahaan sebagai prinsipal dan manajer sebagai agen. Dalam hubungan tersebut, manajer diberi kewenangan mengelola sumber daya perusahaan, sedangkan pemilik mengharapkan agar manajer bertindak dalam memaksimalkan nilai perusahaan. Namun, karena manajer memiliki akses informasi internal yang lebih besar dibandingkan pemilik dan investor eksternal, maka muncul potensi asimetri informasi. Kondisi ini dapat mendorong manajer melakukan tindakan oportunistik, termasuk melakukan manajemen laba untuk memenuhi kepentingan tertentu. Jensen dan Meckling menjelaskan bahwa pemisahan kepemilikan dan pengendalian dapat menimbulkan *agency cost* karena adanya konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham (Veronica & Bachtiar, 2005).

Dalam konteks pasar modal, asimetri informasi menjadi sangat penting karena investor menggunakan informasi laporan keuangan sebagai dasar dalam menilai kinerja perusahaan, prospek laba, risiko, serta kelayakan investasi. Apabila laporan keuangan mengandung praktik manajemen laba, maka informasi yang diterima investor dapat menjadi kurang reliabel. Akibatnya, harga saham dan return saham berpotensi tidak sepenuhnya mencerminkan kondisi ekonomi perusahaan yang sesungguhnya. Oleh karena itu, manajemen laba tidak hanya menjadi isu akuntansi, tetapi juga menjadi isu penting dalam penelitian keuangan, khususnya dalam pengujian model return saham (Huang & Ho, 2020).

Manajemen laba terjadi ketika manajer menggunakan pertimbangan dalam pelaporan keuangan atau dalam penyusunan transaksi untuk mengubah laporan keuangan, baik untuk menyesatkan sebagian pemangku kepentingan mengenai kinerja ekonomi perusahaan maupun untuk memengaruhi hasil kontraktual yang bergantung pada angka akuntansi. Kajian mereka menegaskan bahwa manajemen laba dapat memengaruhi kualitas informasi akuntansi dan alokasi sumber daya ekonomi (Dang et al., 2023).

Dengan demikian, teori keagenan menjadi dasar penting dalam penelitian ini karena praktik manajemen laba dipandang sebagai konsekuensi dari adanya konflik kepentingan dan asimetri informasi. Ketika manajemen laba meningkat, kualitas laba menurun, risiko informasi meningkat, dan hubungan antara faktor fundamental perusahaan dengan return saham dapat mengalami distorsi.

Teori Sinyal dan Kualitas Informasi Akuntansi

Teori sinyal menekankan bahwa manajemen dapat menyampaikan informasi kepada pasar melalui laporan keuangan, kebijakan dividen, struktur modal, pengungkapan sukarela, dan indikator kinerja lainnya (J. B. Kim & Sohn, 2013). Laporan keuangan menjadi sinyal penting karena menggambarkan profitabilitas, aset, ekuitas, arus kas, dan prospek perusahaan. menunjukkan bahwa angka laba akuntansi memiliki kandungan informasi bagi pasar modal, sehingga perubahan laba dapat direspons oleh investor (Dechow et al., 2010).

Namun, sinyal akuntansi hanya bermanfaat apabila memiliki kualitas yang memadai. (Darma & Et.al, 2023) menjelaskan bahwa kualitas laba berkaitan dengan kemampuan laba dalam merepresentasikan kinerja ekonomi perusahaan dan membantu pengguna laporan keuangan membuat keputusan. Laba yang berkualitas rendah dapat menyebabkan kesalahan penilaian, meningkatkan *cost of equity*, dan memperbesar ketidakpastian investor. selain itu, manajemen laba menunjukkan bahwa atribut laba, termasuk kualitas akrual, berkaitan dengan biaya ekuitas (Francis et al., 2005).

Dalam penelitian ini, manajemen laba dipandang sebagai indikator yang menurunkan kualitas sinyal akuntansi. Semakin besar discretionary accruals, semakin tinggi potensi bahwa laba yang dilaporkan tidak mencerminkan kinerja ekonomi perusahaan secara wajar. Oleh karena itu, manajemen laba relevan digunakan sebagai moderator karena dapat mengubah kekuatan hubungan antara informasi berbasis pasar dan informasi fundamental dengan return saham.

Teori Asset Pricing dan Fama and French Three Factor Model

Asset pricing theory menjelaskan bagaimana risiko suatu aset dikompensasi dalam expected return. CAPM menyatakan bahwa return saham ditentukan oleh risiko sistematis yang diukur melalui beta pasar (Candika, 2017). Namun, temuan empiris menunjukkan bahwa beta tidak selalu cukup dalam menjelaskan variasi return. (Fama & French, 2015a); (Dirkx & Peter, 2020) menemukan bahwa size dan *book-to-market equity* memiliki kemampuan kuat dalam menjelaskan variasi average stock returns. Temuan tersebut menjadi dasar pengembangan model tiga faktor.

(Fama & French, 1996a) mengembangkan model yang memasukkan tiga faktor saham, yaitu market factor, size factor, dan book-to-market factor. Model tersebut menjelaskan bahwa return saham memiliki *shared variation* yang berkaitan dengan faktor pasar, ukuran perusahaan, dan rasio *book-to-market*. Model dasar Fama and French *Three Factor* dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$ER_{it} = \alpha_i + \beta_1 MKT_t + \beta_2 SMB_t + \beta_3 HML_t + \epsilon_{it}$$

dengan ERit sebagai *excess return* saham atau portofolio, MKTt sebagai *market risk premium*, SMBt sebagai faktor ukuran, HMLt sebagai faktor *book-to-market*, dan ϵ it sebagai *error term*. Model ini menjadi dasar bagi banyak penelitian asset pricing karena mampu menangkap anomali return yang tidak dijelaskan oleh CAPM.

Return Saham dan Excess Return

Return saham merupakan keuntungan atau kerugian yang diperoleh investor dari perubahan harga saham dan dividen dalam suatu periode. Dalam penelitian asset pricing, return saham lebih tepat dianalisis dalam bentuk excess return, yaitu return saham dikurangi return aset bebas risiko. Excess return menggambarkan kompensasi tambahan yang diterima investor karena menanggung risiko saham dibandingkan aset bebas risiko (Darma, 2017).

Formula return saham dapat dinyatakan sebagai: $R_{it} = (P_{it} - P_{it-1} + D_{it}) / P_{it-1}$. Apabila dividen tidak tersedia pada frekuensi bulanan, return dapat dihitung dari capital gain: $R_{it} = (P_{it} - P_{it-1}) / P_{it-1}$. Excess return dihitung sebagai $ER_{it} = R_{it} - R_{ft}$. Dalam konteks penelitian ini, excess return menjadi variabel dependen yang dijelaskan oleh market risk premium, SMB, HML, manajemen laba, dan interaksi antara faktor Fama and French dengan manajemen laba.

Market Risk Premium

Market risk premium adalah selisih antara return pasar dan return bebas risiko. Faktor ini mencerminkan kompensasi yang diminta investor karena menanggung risiko sistematis pasar. Dalam model Fama and French, market risk premium tetap menjadi faktor utama karena risiko pasar memengaruhi hampir seluruh saham dan tidak dapat dihilangkan sepenuhnya melalui diversifikasi.

Secara teoritis, market risk premium berhubungan positif dengan excess return. Ketika pasar memberikan return yang lebih tinggi dibandingkan aset bebas risiko, saham atau portofolio yang sensitif terhadap pasar akan menghasilkan excess return lebih tinggi. Penelitian (Fama & French, 1992a) menempatkan faktor pasar sebagai komponen sentral, meskipun model tersebut dilengkapi dengan SMB dan HML. Pada pasar modal Indonesia, (Dwi Darma, Indriati, et al., 2024) menunjukkan bahwa premi risiko pasar memiliki peran penting dalam menjelaskan return saham.

Market risk premium menggambarkan kompensasi atas risiko sistematis. Semakin tinggi premi risiko pasar, semakin tinggi *excess return* yang diharapkan investor, sehingga market factor ditempatkan sebagai komponen utama model tiga faktor. Dukungan konseptual dan empiris terhadap hubungan tersebut terdapat pada pengembangan Fama and French Three Factor Model yang menempatkan *market premium* sebagai faktor utama return saham, serta penelitian lanjutan di Indonesia yang menunjukkan bahwa *return* pasar berperan signifikan

dalam menjelaskan *excess return* portofolio (Carhart, 1997); (Darma & Anggi Lestari, 2022); (Fama & French, 1996b). Oleh karena itu, hipotesis pertama adalah:

H1: Market risk premium berpengaruh positif terhadap excess return saham.

Small Minus Big (SMB)

SMB merupakan faktor ukuran perusahaan yang menggambarkan selisih return antara portofolio saham perusahaan kecil dan portofolio saham perusahaan besar (Darma & Anggi Lestari, 2022). Dalam model Fama and French, perusahaan kecil diasumsikan memiliki risiko yang lebih tinggi karena lebih rentan terhadap keterbatasan pendanaan, ketidakpastian operasi, likuiditas rendah, dan pengawasan analis yang lebih terbatas. Oleh karena itu, investor dapat menuntut return lebih tinggi atas saham perusahaan kecil (Fama & French, 1996b).

Formula umum SMB dalam pembentukan portofolio 2x3 adalah: $SMB = [(S/L + S/M + S/H) / 3] - [(B/L + B/M + B/H) / 3]$. S menunjukkan kelompok perusahaan kecil, B menunjukkan kelompok perusahaan besar, sedangkan L, M, dan H menunjukkan *book-to-market* rendah, menengah, dan tinggi. Dalam penelitian ini, SMB diharapkan dapat menjelaskan excess return, tetapi kekuatan pengaruhnya dapat dipengaruhi oleh manajemen laba karena perusahaan kecil cenderung lebih rentan terhadap asimetri informasi (Fama & French, 2018).

SMB mencerminkan premi return perusahaan kecil dibandingkan perusahaan besar. Perusahaan kecil memiliki risiko lebih tinggi, likuiditas lebih rendah, dan asimetri informasi lebih besar, sehingga investor biasanya mengharapkan imbal hasil yang lebih tinggi. Dukungan terhadap hipotesis size effect diperoleh dari temuan Fama dan French bahwa faktor ukuran perusahaan menjelaskan variasi return, serta diperkuat oleh penelitian nasional pada pasar modal Indonesia yang menggunakan pembentukan enam portofolio Fama and French. (Fama & French, 2015a); (Kubota & Takehara, 2018b) dan (Fama & French, 2018).

H2: SMB berpengaruh terhadap excess return saham.

High Minus Low (HML)

HML merupakan faktor book-to-market yang menggambarkan selisih return antara portofolio saham dengan book-to-market tinggi dan book-to-market rendah. Saham dengan book-to-market tinggi sering diklasifikasikan sebagai value stock, sedangkan saham dengan book-to-market rendah sering diklasifikasikan sebagai growth stock. Fama dan French (1995) menunjukkan bahwa faktor size dan book-to-market berkaitan dengan perilaku earnings dan return perusahaan.

Formula umum HML dalam pembentukan portofolio 2x3 adalah: $HML = [(S/H + B/H) / 2] - [(S/L + B/L) / 2]$. Faktor HML penting karena rasio book-to-market menggunakan informasi akuntansi berupa nilai buku ekuitas. Jika nilai buku dan laba terdistorsi oleh discretionary accruals, maka sinyal HML dapat menjadi kurang reliabel. Oleh karena itu, manajemen laba diduga dapat memoderasi pengaruh HML terhadap excess return.

HML mencerminkan perbedaan return antara value stock dan growth stock. Saham dengan book-to-market tinggi sering dipersepsikan memiliki risiko distress, undervaluation, atau ekspektasi pemulihan fundamental, sehingga dapat memberikan imbal hasil yang berbeda dibandingkan saham growth. Dukungan terhadap hipotesis value effect dijelaskan dalam studi Fama and French mengenai faktor book-to-market, serta penelitian lintas negara dan Indonesia yang menunjukkan bahwa faktor nilai dapat menjelaskan return meskipun kekuatannya berbeda antar pasar dan portofolio (Baek & Bilson, 2015b); (Fama & French, 1992b); (Munawaroh & Sunarsih, 2020) dan (Acaravci & Karaomer, 2017). Oleh karena itu, hipotesis ketiga adalah:

H3: HML berpengaruh terhadap *excess return* saham.

Manajemen Laba dan *Modified Jones Model*

Manajemen laba merupakan tindakan manajer dalam memengaruhi laba yang dilaporkan melalui kebijakan akuntansi atau keputusan operasional. (Darma & Et.al, 2023) menjelaskan bahwa manajemen laba sebagai penggunaan judgment dalam pelaporan keuangan atau penyusunan transaksi untuk mengubah laporan keuangan, baik untuk menyesuaikan sebagian pemangku kepentingan maupun memengaruhi kontrak yang bergantung pada angka akuntansi. Dalam penelitian ini, fokus pengukuran adalah *accrual earnings management*.

Modified Jones Model merupakan salah satu model paling banyak digunakan untuk mengestimasi discretionary accruals. (Darma & Et.al, 2023) menunjukkan bahwa Modified Jones Model memiliki kemampuan deteksi yang lebih baik dalam konteks manajemen laba berbasis akrual karena mengoreksi perubahan pendapatan dengan perubahan piutang. Model ini penting karena perubahan penjualan kredit lebih mudah dimanipulasi dibandingkan penjualan tunai. Studi literatur di Indonesia juga menunjukkan bahwa *Modified Jones Model* merupakan model yang paling sering digunakan dalam penelitian earnings management di Indonesia (Alexandra et al., 2022).

Tahapan pengukuran *Modified Jones Model* dalam penelitian ini adalah sebagai berikut. Pertama, menghitung total accruals: $TAC_{it} = NI_{it} - CFO_{it}$. Kedua, mengestimasi parameter model Jones: $TAC_{it}/A_{it-1} = \alpha_1(1/A_{it-1}) + \alpha_2(\Delta REV_{it}/A_{it-1}) + \alpha_3(PPE_{it}/A_{it-1}) + \epsilon_{it}$. Ketiga, menghitung non-discretionary accruals: $NDA_{it} = \alpha_1(1/A_{it-1}) + \alpha_2[(\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it})/A_{it-1}]$

+ $\alpha_3(\text{PPE}_{it}/\text{A}_{it-1})$. Keempat, menghitung discretionary accruals: $\text{DA}_{it} = \text{TAC}_{it}/\text{A}_{it-1} - \text{NDA}_{it}$. Kelima, untuk kebutuhan moderasi, penelitian ini menggunakan *absolute discretionary accruals* atau $\text{ABS_DA} = |\text{DA}_{it}|$ sebagai proksi intensitas manajemen laba (Darma & Et.al, 2023).

Penggunaan *absolute discretionary accruals* lebih sesuai apabila tujuan penelitian adalah mengukur intensitas manajemen laba, bukan arah laba dinaikkan atau diturunkan. Nilai DA positif dapat mengindikasikan *income-increasing earnings management*, sedangkan DA negatif dapat mengindikasikan *income-decreasing earnings management*. Namun, dalam kerangka moderasi terhadap asset pricing, risiko informasi lebih ditentukan oleh besarnya diskresi akrual dibandingkan arahnya.

Perusahaan kecil cenderung memiliki asimetri informasi lebih tinggi. Jika perusahaan kecil juga memiliki discretionary accruals tinggi, risiko informasi meningkat sehingga hubungan SMB dan return dapat berubah. Dukungan terhadap dugaan moderasi ini berasal dari literatur kualitas akrual dan manajemen laba yang menunjukkan bahwa kualitas laba yang rendah meningkatkan risiko informasi, biaya modal, dan dapat mengubah respons pasar terhadap informasi fundamental perusahaan (Kothari et al., 2005); (J. B. Kim & Sohn, 2013); (Dang et al., 2023) dan (Darma & Et.al, 2023). Oleh karena itu, hipotesis keenam adalah:
H6: Manajemen laba memoderasi pengaruh SMB terhadap excess return saham.

HML menggunakan informasi *book-to-market* yang berkaitan erat dengan nilai buku ekuitas. Apabila informasi akuntansi terdistorsi oleh manajemen laba, maka sinyal HML dapat menjadi kurang reliabel. Penelitian tentang kualitas akrual dan discretionary accruals menunjukkan bahwa pasar menilai risiko informasi dari kualitas laba, sehingga praktik *creative accounting* berpotensi mengubah cara investor menafsirkan sinyal nilai perusahaan berbasis book-to-market (Darma & Et.al, 2023); (Kothari et al., 2005). Oleh karena itu, hipotesis ketujuh adalah:

H7: Manajemen laba memoderasi pengaruh HML terhadap excess return saham.

Berdasarkan dukungan literatur tersebut, hipotesis H1-H3 ditopang oleh literatur asset pricing dan Fama-French, sedangkan H6-H7 ditopang oleh literatur kualitas laba, discretionary accruals, dan risiko informasi. Dengan demikian, pengujian model tidak hanya menilai faktor risiko pasar, ukuran, dan nilai, tetapi juga menguji apakah kualitas informasi akuntansi dapat mengubah kekuatan hubungan faktor-faktor tersebut terhadap excess return saham.

3. METODOLOGI PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan desain kausal-asosiatif. Pendekatan kuantitatif digunakan karena penelitian menguji hubungan antar variabel berdasarkan data numerik dan model statistik. Desain kausal-asosiatif digunakan untuk menguji pengaruh *market risk premium*, SMB, HML, dan manajemen laba terhadap *excess return* saham, serta menguji interaksi manajemen laba sebagai variabel moderasi.

Objek penelitian adalah emiten bisnis yang tercatat di Bursa Efek Indonesia. Untuk menjaga kesesuaian data akuntansi dan pasar, sampel difokuskan pada Perusahaan-perusahaan yang masuk ke dalam Indeks Kompas 100 dengan ketentuan memiliki data harga saham, laporan keuangan tahunan dan kuartalan, total aset, pendapatan, piutang, aset tetap, arus kas operasi, dan laba bersih secara lengkap. Periode penelitian selama 5 tahun antara tahun 2020-2024 agar selaras dengan dinamika pasar terkini, termasuk periode pemulihan pasca Covid-19. Namun, periode pengamatan dapat disesuaikan dengan ketersediaan data dan kebutuhan penelitian.

Data penelitian merupakan data sekunder yang diperoleh dari laporan keuangan tahunan perusahaan, data harga saham bulanan, data indeks pasar, dan data tingkat return bebas risiko. Data harga saham dan indeks pasar digunakan untuk menghitung return saham dan *market risk premium*. Data laporan keuangan digunakan untuk menghitung ukuran perusahaan, *book-to-market equity*, dan *discretionary accruals* berdasarkan *Modified Jones Model*.

Teknik pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling* dengan kriteria: (1) emiten yang selalu menjadi anggota Indeks Kompas 100 selama periode 2020 sampai 2024 sebanyak 50 emiten pasar modal (2) memiliki laporan keuangan lengkap secara tahunan dan kuartalan; (3) memiliki data harga saham yang tersedia secara bulanan; (4) tidak mengalami suspensi berkepanjangan yang menyebabkan data *return* tidak memadai; dan (5) memiliki data yang dibutuhkan untuk menghitung *Modified Jones Model*.

Tahapan pengujian dilakukan dengan menghitung return saham bulanan, return pasar, risk-free rate, excess return, market risk premium, kapitalisasi pasar, dan book-to-market ratio. Selanjutnya, saham dikelompokkan berdasarkan ukuran perusahaan menjadi kelompok Small dan Big, serta berdasarkan book-to-market ratio menjadi kelompok Low, Medium, dan High. Dari pengelompokan tersebut dibentuk enam portofolio, yaitu S/L, S/M, S/H, B/L, B/M, dan B/H. Return keenam portofolio tersebut digunakan untuk menghitung faktor SMB dan HML.

Setelah faktor *market risk premium*, SMB, dan HML diperoleh, pengujian dilakukan menggunakan regresi *time series* dengan *excess return* portofolio sebagai variabel dependen. Model regresi yang digunakan adalah Fama and French Three Factor Model, yaitu *excess return* portofolio sebagai fungsi dari *market risk premium*, SMB, dan HML. Pengujian statistik dilakukan melalui statistik deskriptif, uji asumsi klasik, uji t, uji F, dan koefisien determinasi. Apabila ditemukan indikasi heteroskedastisitas atau autokorelasi pada residual, penelitian menggunakan robust standard error atau HAC/Newey-West standard error agar hasil inferensi lebih andal. Hasil pengujian digunakan untuk mengevaluasi apakah faktor pasar, ukuran perusahaan, dan book-to-market ratio mampu menjelaskan return saham pada pasar modal Indonesia.

Menghitung Faktor SMB

SMB atau *Small Minus Big* mengukur selisih return antara kelompok saham berkapitalisasi kecil dan kelompok saham berkapitalisasi besar. Faktor ini digunakan untuk menangkap *size effect* pada *return* saham.

$$SMB_t = [(R_{S/L_t} + R_{S/M_t} + R_{S/H_t}) / 3] - [(R_{B/L_t} + R_{B/M_t} + R_{B/H_t}) / 3]$$

Nilai SMB positif menunjukkan bahwa portofolio saham kecil menghasilkan return lebih tinggi dibandingkan portofolio saham besar. Sebaliknya, SMB negatif menunjukkan bahwa saham besar mengungguli saham kecil pada periode tersebut.

Menghitung Faktor HML

HML atau *High Minus Low* mengukur selisih *return* antara saham dengan *book-to-market* tinggi dan saham dengan *book-to-market* rendah. Faktor ini digunakan untuk menangkap *value effect* dalam return saham.

$$HML_t = [(R_{S/H_t} + R_{B/H_t}) / 2] - [(R_{S/L_t} + R_{B/L_t}) / 2]$$

Nilai HML positif menunjukkan bahwa saham *value*, yaitu saham dengan *book-to-market* tinggi, menghasilkan return lebih tinggi dibandingkan saham *growth*, yaitu saham dengan *book-to-market* rendah. Sebaliknya, HML negatif menunjukkan bahwa saham *growth* mengungguli saham *value*.

Model Empiris Penelitian Tanpa Moderasi

Setelah faktor *market risk premium*, SMB, dan HML diperoleh, tahap berikutnya adalah melakukan estimasi regresi. Model empiris Fama and French *Three Factor Model* ditulis sebagai berikut.

$$R_{p_t} - R_{f_t} = \alpha_p + \beta_1(R_{m_t} - R_{f_t}) + \beta_2SMB_t + \beta_3HML_t + \varepsilon_t$$

Keterangan: $R_{p_t} - R_{f_t}$ adalah excess return portofolio p pada periode t; $R_{m_t} - R_{f_t}$ adalah market risk premium; SMB_t adalah size factor; HML_t adalah value factor; α_p adalah intercept atau abnormal return; β_1 , β_2 , dan β_3 adalah koefisien sensitivitas faktor; dan ϵ_t adalah error term.

Jika penelitian menggunakan enam portofolio Fama and French sebagai variabel dependen, maka regresi dilakukan secara terpisah untuk portofolio S/L, S/M, S/H, B/L, B/M, dan B/H. Model regresi untuk masing-masing portofolio dapat dituliskan sebagai berikut.

$$Y_{S/L_t} = \alpha + \beta_1 MRP_t + \beta_2 SMB_t + \beta_3 HML_t + \epsilon_t$$

$$Y_{S/M_t} = \alpha + \beta_1 MRP_t + \beta_2 SMB_t + \beta_3 HML_t + \epsilon_t$$

$$Y_{S/H_t} = \alpha + \beta_1 MRP_t + \beta_2 SMB_t + \beta_3 HML_t + \epsilon_t$$

$$Y_{B/L_t} = \alpha + \beta_1 MRP_t + \beta_2 SMB_t + \beta_3 HML_t + \epsilon_t$$

$$Y_{B/M_t} = \alpha + \beta_1 MRP_t + \beta_2 SMB_t + \beta_3 HML_t + \epsilon_t$$

$$Y_{B/H_t} = \alpha + \beta_1 MRP_t + \beta_2 SMB_t + \beta_3 HML_t + \epsilon_t$$

Tahapan Perhitungan Manajemen Laba Menggunakan *Modified Jones Model*

Manajemen laba dalam penelitian ini diukur menggunakan Modified Jones Model. Model ini digunakan karena mampu memisahkan komponen akrual menjadi non-discretionary accruals dan discretionary accruals. Discretionary accruals dipandang sebagai proksi manajemen laba karena mencerminkan bagian akrual yang berada dalam ruang diskresi manajerial. Dalam model moderasi, nilai discretionary accruals digunakan sebagai variabel yang memoderasi hubungan antara faktor Fama and French dan excess return.

Menghitung *Total Accruals*

Total accruals dapat dihitung melalui pendekatan arus kas, yaitu laba bersih dikurangi arus kas operasi. Pendekatan ini lebih disarankan apabila data arus kas operasi tersedia secara konsisten.

$$TA_{it} = NI_{it} - CFO_{it}$$

Keterangan: TA_{it} adalah total accruals perusahaan i pada tahun t; NI_{it} adalah laba bersih; dan CFO_{it} adalah arus kas operasi. *Total accruals* kemudian diskalakan dengan total aset tahun sebelumnya untuk mengurangi bias ukuran perusahaan.

$$TAC_{it} = TA_{it} / A_{i,t-1}$$

Apabila data arus kas operasi tidak tersedia, total accruals dapat dihitung dengan pendekatan neraca sebagai berikut:

$$TA_{it} = (\Delta CA_{it} - \Delta Cash_{it}) - (\Delta CL_{it} - \Delta STD_{it}) - DEP_{it}$$

Keterangan: Delta CA adalah perubahan aset lancar; Delta Cash adalah perubahan kas dan setara kas; Delta CL adalah perubahan liabilitas lancar; Delta STD adalah perubahan utang jangka pendek; dan DEP adalah beban depresiasi dan amortisasi.

Mengestimasi Koefisien Jones Model

Koefisien Modified Jones Model diperoleh melalui estimasi regresi akrual pada setiap kelompok industri dan tahun. Pengelompokan industri-tahun dilakukan agar estimasi akrual normal lebih mencerminkan karakteristik operasi yang relatif sejenis. Persamaan estimasinya adalah:

$$TA_{it} / A_{i,t-1} = a_1(1 / A_{i,t-1}) + a_2(\Delta REV_{it} / A_{i,t-1}) + a_3(PPE_{it} / A_{i,t-1}) + e_{it}$$

Keterangan: $A_{i,t-1}$ adalah total aset tahun sebelumnya; ΔREV_{it} adalah perubahan pendapatan; PPE_{it} adalah aset tetap atau property, plant, and equipment; dan e_{it} adalah residual. Koefisien a_1 , a_2 , dan a_3 digunakan untuk menghitung non-discretionary accruals.

Menghitung Non-Discretionary Accruals

Dalam *Modified Jones Model*, perubahan pendapatan disesuaikan dengan perubahan piutang. Penyesuaian ini dilakukan karena peningkatan pendapatan kredit dapat menjadi salah satu area diskresi manajemen dalam mengelola laba.

$$NDA_{it} = a_1(1 / A_{i,t-1}) + a_2[(\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}) / A_{i,t-1}] + a_3(PPE_{it} / A_{i,t-1})$$

Keterangan: NDA_{it} adalah *non-discretionary accruals* perusahaan i pada tahun t ; ΔREC_{it} adalah perubahan piutang usaha; sedangkan a_1 , a_2 , dan a_3 adalah koefisien yang diperoleh dari regresi Jones Model.

Menghitung Discretionary Accruals

Discretionary accruals dihitung sebagai selisih antara total accruals yang telah diskalkulasi dengan *non-discretionary accruals*. Nilai inilah yang digunakan sebagai proksi manajemen laba.

$$DA_{it} = (TA_{it} / A_{i,t-1}) - NDA_{it}$$

Dalam penelitian yang ingin menangkap arah manajemen laba, DA_{it} digunakan dalam bentuk bertanda. Nilai DA_{it} positif menunjukkan *income-increasing earnings management*, sedangkan nilai DA_{it} negatif menunjukkan *income-decreasing earnings management*. Jika penelitian ingin menangkap intensitas atau besarnya praktik manajemen laba tanpa

memperhatikan arah, variabel manajemen laba dapat menggunakan nilai absolut discretionary accruals:

$$EM_it = ABS(DA_it)$$

Untuk penelitian yang menempatkan manajemen laba sebagai variabel moderasi dalam model return saham, penggunaan ABS(DA_it) umumnya lebih tepat jika tujuan penelitian adalah menilai besarnya distorsi kualitas laba. Namun, jika penelitian ingin membedakan arah peningkatan dan penurunan laba, DA_it bertanda tetap dapat digunakan.

Model Empiris Fama and French dengan Manajemen Laba

Model moderasi digunakan untuk menguji apakah manajemen laba memperkuat atau memperlemah pengaruh faktor Fama and French terhadap excess return. Model empiris utama dapat ditulis sebagai berikut:

Jika unit analisis menggunakan portofolio, model dapat ditulis sebagai:

$$Y_pt = \alpha + \beta_1 MRP_t + \beta_2 SMB_t + \beta_3 HML_t + \beta_4 EM_p,t + \beta_5 (SMB_t \times EM_p,t) + \beta_6 (HML_t \times EM_p,t) + \epsilon_{p,t}$$

Koefisien β_1 sampai β_6 menunjukkan efek moderasi. Jika koefisien interaksi signifikan, maka manajemen laba terbukti mengubah kekuatan atau arah pengaruh faktor Fama and French terhadap *excess return*. Koefisien interaksi negatif dapat diinterpretasikan bahwa manajemen laba memperlemah pengaruh faktor risiko terhadap return, sedangkan koefisien interaksi positif menunjukkan bahwa manajemen laba memperkuat sensitivitas return terhadap faktor tersebut.

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

Penelitian ini menggunakan 60 observasi bulanan selama periode 2020-2024 pada enam portofolio Fama and French, yaitu Small-Low (S/L), Small-Medium (S/M), Small-High (S/H), Big-Low (B/L), Big-Medium (B/M), dan Big-High (B/H). Variabel utama yang diuji adalah market risk premium (RM atau $R_m - R_f$), SMB, HML, manajemen laba (ML), serta interaksi SMB x ML dan HML x ML. Berdasarkan data olah, model diuji dalam dua tahap, yaitu model Fama and French *Three Factor* versi original dan model yang memasukkan manajemen laba sebagai variabel moderasi.

Pembahasan Model Fama and French Three Factor Versi Original

Hasil estimasi model original menunjukkan bahwa faktor pasar merupakan determinan paling konsisten dalam menjelaskan excess return seluruh portofolio. Koefisien RM bernilai positif dan signifikan pada seluruh portofolio, dengan rentang koefisien 0,676 sampai 1,262.

Temuan ini menegaskan bahwa perubahan premi risiko pasar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2020-2024 direspons secara kuat oleh seluruh kelompok portofolio Kompas 100. Hasil tersebut konsisten dengan kerangka Fama and French yang menempatkan market risk premium sebagai faktor utama asset pricing, serta sejalan dengan studi Indonesia pada portofolio saham yang menemukan bahwa faktor pasar berpengaruh terhadap excess return (Fama & French, 2018); (Fama & French, 1993); (Darma & Anggi Lestari, 2022); (Dasril et al., 2024).

Faktor SMB menunjukkan pola yang lebih spesifik. Pada portofolio kecil, yaitu S/L, S/M, dan S/H, SMB berpengaruh positif dan signifikan. Hal ini mengindikasikan adanya size effect pada kelompok saham berkapitalisasi relatif kecil. Investor cenderung menuntut kompensasi return lebih tinggi atas saham kecil karena saham tersebut umumnya memiliki risiko informasi, risiko likuiditas, dan ketidakpastian prospek yang lebih besar. Sebaliknya, pada portofolio besar, koefisien SMB bernilai negatif dan tidak signifikan pada estimasi ordinary least squares. Pola ini menunjukkan bahwa premi ukuran tidak bekerja secara simetris pada seluruh kelompok saham, tetapi lebih kuat pada kelompok small stock. Temuan ini mendukung sebagian argumentasi Fama dan French mengenai size premium, tetapi juga sejalan dengan penelitian pasar berkembang yang menunjukkan bahwa kekuatan SMB dapat berbeda antar periode, industri, dan karakteristik portofolio (Fama & French, 1992b); (Fama & French, 1993); (Baek & Bilson, 2015a); (Hardianto & Suherman, 2009).

Faktor HML juga memperlihatkan variasi hasil antarportofolio. HML signifikan pada portofolio S/L, S/M, S/H, B/L, dan B/H, tetapi tidak signifikan pada B/M. Koefisien HML negatif pada S/L dan B/L, namun positif pada S/M, S/H, dan B/H. Perbedaan arah ini mengindikasikan bahwa value effect tidak homogen pada pasar modal Indonesia. Pada sebagian portofolio, saham dengan karakteristik book-to-market tinggi memberikan kompensasi return lebih tinggi, sedangkan pada kelompok lain sinyal book-to-market dapat ditafsirkan pasar sebagai risiko fundamental atau distress. Hasil ini konsisten dengan pandangan bahwa faktor book-to-market merupakan faktor penting, tetapi implementasinya sangat bergantung pada struktur pasar, kualitas informasi akuntansi, dan karakteristik portofolio (Fama & French, 1995, 1996a; Griffin, 2005; Kubota & Takehara, 2018; Darma & Anggi Lestari, 2022; Dasril et al., 2024).

Tabel 1. Ringkasan hasil regresi model Fama and French Three Factor versi original.

Portofolio	RM	SMB	HML	R2	Adj. R2	Keterangan
Small-Low (S/L)	0,766*** (0,0000)	0,718*** (0,0000)	-0,685*** (0,0000)	0,737	0,723	RM signifikan positif; SMB signifikan; HML signifikan
Small-Medium (S/M)	1,031*** (0,0000)	0,883*** (0,0000)	0,216** (0,0197)	0,811	0,801	RM signifikan positif; SMB signifikan; HML signifikan
Small-High (S/H)	1,262*** (0,0000)	0,883*** (0,0000)	0,469*** (0,0000)	0,911	0,906	RM signifikan positif; SMB signifikan; HML signifikan
Big-Low (B/L)	1,173*** (0,0000)	-0,078 (0,5492)	-0,378*** (0,0000)	0,777	0,764	RM signifikan positif; SMB tidak signifikan; HML signifikan
Big-Medium (B/M)	1,211*** (0,0000)	-0,196 (0,1651)	-0,088 (0,2886)	0,796	0,785	RM signifikan positif; SMB tidak signifikan; HML tidak signifikan
Big-High (B/H)	0,676*** (0,0000)	-0,242 (0,1022)	0,467*** (0,0000)	0,757	0,744	RM signifikan positif; SMB tidak signifikan; HML signifikan

Catatan: angka dalam tanda kurung adalah p-value; ***, **, dan * masing-masing menunjukkan signifikansi pada tingkat 1%, 5%, dan 10%.

Pembahasan Model Moderasi Manajemen Laba

Ketika manajemen laba dimasukkan ke dalam model, kemampuan penjelasan model meningkat pada seluruh portofolio. R2 model moderasi berada pada rentang 0,751 sampai 0,913. Kenaikan R2 dibandingkan model original menunjukkan bahwa informasi akuntansi yang tercermin melalui ML dan interaksinya dengan faktor Fama and French memberikan tambahan kemampuan dalam menjelaskan variasi excess return, meskipun kontribusinya tidak seragam pada semua portofolio. Secara teoretis, peningkatan ini dapat dijelaskan melalui literatur kualitas laba yang menegaskan bahwa akrual diskresioner dan kualitas informasi akuntansi dipertimbangkan pasar dalam proses penilaian saham (Huang & Ho, 2020); (Dechow et al., 2010).

Pengaruh langsung manajemen laba bernilai negatif pada seluruh portofolio. Secara statistik, ML signifikan pada S/M dan B/H pada taraf 5%, serta bersifat marginal pada B/L pada taraf 10%. Arah negatif tersebut dapat ditafsirkan bahwa semakin tinggi indikasi manajemen laba, semakin rendah respons excess return pada sebagian portofolio. Dalam perspektif teori keagenan dan teori sinyal, praktik manajemen laba menurunkan kredibilitas informasi akuntansi, meningkatkan risiko informasi, dan dapat mendorong investor memberikan diskon terhadap saham yang kualitas labanya dipersepsikan lebih rendah. Interpretasi ini didukung oleh penelitian yang menunjukkan bahwa kualitas akrual berkaitan dengan pricing di pasar modal, cost of equity, information asymmetry, dan stock expected returns (Francis et al., 2005;

Kim & Sohn, 2013; Kim et al., 2016; Huang & Ho, 2020; Dang et al., 2023; Darma & Et.al, 2023).

Interaksi SMB x ML menunjukkan bahwa peran moderasi manajemen laba terhadap size factor bersifat parsial. Pada model ordinary least squares, interaksi ini belum signifikan pada taraf 5%, namun mendekati signifikan pada S/M. Koefisien negatif pada S/M, S/H, B/L, dan B/M menunjukkan kecenderungan bahwa manajemen laba memperlemah sensitivitas return terhadap faktor ukuran. Artinya, ketika kualitas laba menurun, sinyal ukuran perusahaan tidak sepenuhnya ditangkap investor sebagai premi risiko yang bersih karena terdapat distorsi informasi akuntansi. Temuan ini sejalan dengan gagasan bahwa perusahaan dengan informasi lebih buram menghadapi risiko informasi yang lebih tinggi, sehingga hubungan antara karakteristik perusahaan dan return dapat berubah ketika kualitas akrual rendah (Huang & Ho, 2020); (Kothari et al., 2005); (Francis et al., 2005) dan (Dang et al., 2023).

Interaksi HML x ML juga memperlihatkan hasil terbatas. Koefisien interaksi HML x ML paling menonjol pada B/M dengan arah positif dan p-value marginal. Hal ini mengindikasikan bahwa kualitas informasi akuntansi berpotensi mengubah cara pasar menafsirkan book-to-market pada portofolio tertentu. Karena HML sangat bergantung pada nilai buku ekuitas, distorsi akuntansi melalui discretionary accruals dapat mengurangi keandalan sinyal value atau bahkan mengubah sensitivitas return terhadap faktor nilai. Penafsiran tersebut selaras dengan literatur bahwa discretionary accruals dan kualitas laba memiliki implikasi terhadap pricing informasi akuntansi oleh pasar (Huang & Ho, 2020); (Kothari et al., 2005); (Francis et al., 2005) dan (Dang et al., 2023); (Subramanyam, 1996).

Tabel 2. Ringkasan hasil regresi model dengan manajemen laba sebagai variabel moderasi.

Portofolio	ML	SMB x ML	HML x ML	R2	Adj. R2	Interpretasi Moderasi
Small-Low (S/L)	-0,013 (0,1822)	0,202 (0,5742)	0,071 (0,7042)	0,751	0,723	SMB x ML belum signifikan; HML x ML belum signifikan
Small-Medium (S/M)	-0,022** (0,0267)	-0,713* (0,0601)	0,156 (0,4193)	0,836	0,817	SMB x ML marginal; HML x ML belum signifikan
Small-High (S/H)	-0,004 (0,6493)	-0,337 (0,3115)	-0,083 (0,6278)	0,913	0,903	SMB x ML belum signifikan; HML x ML belum signifikan
Big-Low (B/L)	-0,015* (0,0853)	-0,410 (0,2138)	-0,173 (0,3088)	0,794	0,770	SMB x ML belum signifikan; HML x ML belum signifikan
Big-Medium (B/M)	-0,000 (0,9856)	-0,568 (0,1041)	0,336* (0,0645)	0,820	0,799	SMB x ML belum signifikan; HML x ML marginal
Big-High (B/H)	-0,024** (0,0146)	0,130 (0,7174)	-0,019 (0,9185)	0,788	0,764	SMB x ML belum signifikan; HML x ML belum signifikan

Sumber: Hasil Pengolahan Data

Berdasarkan tabel tersebut, hipotesis mengenai pengaruh langsung market risk premium memperoleh dukungan paling kuat. Sementara itu, hipotesis terkait SMB, HML, dan efek moderasi manajemen laba memperoleh dukungan parsial karena signifikansinya bergantung pada jenis portofolio. Kondisi ini wajar pada pasar modal negara berkembang, karena perbedaan kapitalisasi pasar, book-to-market, likuiditas, serta kualitas informasi akuntansi dapat menyebabkan sensitivitas return yang tidak sama antar kelompok saham. Temuan ini memperluas bukti empiris sebelumnya bahwa model Fama-French relevan, tetapi tidak selalu bekerja homogen pada seluruh portofolio, terutama ketika kualitas informasi akuntansi turut dipertimbangkan (Darma & Et.al, 2023); (Dang et al., 2023); (Hardianto & Suherman, 2009) dan (Darma et al., 2022)

Uji Asumsi Klasik dan Kelayakan Model

Hasil diagnostik model menunjukkan bahwa residual pada model moderasi umumnya memenuhi asumsi normalitas. Nilai p-value *Jarque-Bera* berada di atas 0,05 pada seluruh portofolio, sehingga tidak terdapat indikasi kuat pelanggaran normalitas residual. Uji multikolinearitas juga menunjukkan hasil yang baik. Nilai korelasi antar variabel independen pada data olah relatif rendah, dan perhitungan VIF tambahan menghasilkan nilai tertinggi sekitar 1,61, jauh di bawah ambang batas 10. Dengan demikian, model tidak menghadapi masalah multikolinearitas yang serius.

Pada uji heteroskedastisitas dan autokorelasi, sebagian besar portofolio tidak menunjukkan pelanggaran serius. Namun, portofolio S/M pada model moderasi menunjukkan indikasi heteroskedastisitas dan autokorelasi pada taraf 5%. Oleh karena itu, pengujian ketahanan model perlu dilakukan menggunakan *standard error* yang *robust*, khususnya pendekatan HAC/Newey-West, agar inferensi statistik tidak terlalu bergantung pada asumsi homoskedastisitas dan tidak adanya korelasi serial.

Tabel 3. Ringkasan diagnostik model moderasi.

Portofolio	JB p-value	BP p-value	BG p-value	Durbin-Watson	Kesimpulan Diagnostik
Small-Low (S/L)	0,7584	0,5042	0,3609	1,730	Memadai
Small-Medium (S/M)	0,7364	0,0190	0,0469	2,464	Perlu koreksi robust
Small-High (S/H)	0,5654	0,7478	0,5846	1,849	Memadai
Big-Low (B/L)	0,3981	0,2694	0,2588	2,263	Memadai
Big-Medium (B/M)	0,8218	0,9704	0,9632	1,965	Memadai
Big-High (B/H)	0,9686	0,6587	0,8189	1,904	Memadai

Sumber: Hasil Analisis Data Penelitian

Keterangan: JB = Jarque-Bera normality test; BP = Breusch-Pagan heteroskedasticity test; BG = Breusch-Godfrey serial correlation test. Angka yang ditampilkan adalah p-value, kecuali Durbin-Watson.

Robustness Test

Robustness test dilakukan dengan pendekatan HAC/Newey-West *standard error* pada model moderasi. Pendekatan ini relevan karena data penelitian berbentuk time series bulanan dan terdapat indikasi heteroskedastisitas serta autokorelasi pada portofolio tertentu. Dalam robustness test ini, koefisien regresi tetap sama dengan model ordinary least squares, tetapi standard error dan p-value dikoreksi agar lebih tahan terhadap heteroskedastisitas dan korelasi serial. Penggunaan HAC/Newey-West didukung oleh literatur ekonometrika yang merekomendasikan covariance estimator robust untuk kondisi heteroskedastisitas dan autokorelasi pada data time series ((Newey & West, 1987); (Andrews, 1991); (Andrews, 1991)).

Hasil robustness test menunjukkan bahwa faktor pasar tetap robust. Koefisien RM tetap positif dan signifikan pada seluruh portofolio pada taraf 1%. SMB juga tetap signifikan pada portofolio kecil, dan setelah koreksi HAC, SMB pada B/M dan B/H menjadi signifikan dengan arah negatif. HML tetap signifikan pada S/L, S/M, S/H, B/L, dan B/H, sedangkan B/M tetap tidak signifikan. Dengan demikian, faktor utama model Fama and French relatif stabil setelah koreksi robust standard error.

Pada komponen manajemen laba, hasil robust memperkuat bukti bahwa ML memiliki pengaruh negatif pada S/M, B/L, dan B/H. Interaksi SMB x ML menjadi signifikan pada S/M dan B/M, sedangkan interaksi HML x ML signifikan pada B/M. Temuan ini memperlihatkan bahwa efek moderasi manajemen laba tidak berlaku secara menyeluruh, tetapi muncul pada portofolio tertentu. Secara substantif, manajemen laba lebih berperan sebagai faktor risiko informasi yang mengganggu pembacaan investor terhadap size premium dan value premium, terutama pada kelompok saham dengan karakteristik medium book-to-market.

Tabel 4. Robustness test model moderasi dengan HAC/Newey-West standard error.

Portofolio	RM	SMB	HML	ML	SMB x ML	HML x ML
Small-Low (S/L)	0,761*** (0,0000)	0,699*** (0,0000)	-0,682*** (0,0000)	-0,013 (0,1536)	0,202 (0,5553)	0,071 (0,6592)
Small-Medium (S/M)	1,006*** (0,0000)	0,831*** (0,0000)	0,259*** (0,0001)	-0,022*** (0,0002)	-0,713** (0,0444)	0,156 (0,3541)
Small-High (S/H)	1,252*** (0,0000)	0,878*** (0,0000)	0,473*** (0,0000)	-0,004 (0,5777)	-0,337 (0,2652)	-0,083 (0,5544)
Big-Low (B/L)	1,152*** (0,0000)	-0,092 (0,3789)	-0,380*** (0,0000)	-0,015** (0,0465)	-0,410 (0,1265)	-0,173 (0,1021)
Big-Medium (B/M)	1,206*** (0,0000)	-0,230** (0,0174)	-0,035 (0,5965)	-0,000 (0,9849)	-0,568*** (0,0049)	0,336*** (0,0098)

Big-High (B/H)	0,661*** (0,0000)	-0,271** (0,0340)	0,465*** (0,0000)	-0,024*** (0,0065)	0,130 (0,6058)	-0,019 (0,8941)
-------------------	----------------------	----------------------	----------------------	-----------------------	-------------------	--------------------

Sumber: Uji Ketahanan Model

Robustness test juga dapat dipahami sebagai validasi bahwa kesimpulan utama penelitian tidak hanya ditentukan oleh satu spesifikasi standard error. Hasil yang paling stabil adalah signifikansi market risk premium, sedangkan hasil yang memerlukan interpretasi hati-hati adalah efek moderasi manajemen laba karena hanya signifikan pada portofolio tertentu. Dengan demikian, rekayasa model FF3FM dengan creative accounting sebagai moderator meningkatkan pemahaman atas variasi return, tetapi belum sepenuhnya menggantikan peran dominan faktor pasar. Interpretasi ini konsisten dengan literatur asset pricing yang menunjukkan dominasi market factor, sekaligus literatur earnings quality yang menegaskan bahwa kualitas akuntansi berperan sebagai risiko informasi tambahan (Fama & French, 1993); (Huang & Ho, 2020); (Dang et al., 2023).

Implikasi Teoretis dan Praktis

Secara teoretis, hasil penelitian mendukung relevansi Fama and French Three Factor Model pada pasar modal Indonesia, khususnya karena faktor pasar, ukuran perusahaan, dan book-to-market tetap memiliki kemampuan menjelaskan excess return. Namun, temuan parsial pada SMB, HML, dan moderasi manajemen laba menunjukkan bahwa asset pricing di pasar berkembang tidak dapat dilepaskan dari kualitas informasi akuntansi. Praktik *creative accounting* dapat menjadi sumber risiko informasi yang memengaruhi cara investor menafsirkan sinyal fundamental perusahaan. Implikasi ini sejalan dengan studi Fama-French pada faktor risiko, riset Indonesia mengenai pembentukan portofolio Kompas 100, serta literatur kualitas laba yang menghubungkan akrual diskresioner dengan risiko informasi dan pricing oleh pasar (Darma et al., 2022); (Dang et al., 2023) dan (Francis et al., 2005).

Secara praktis, investor dan analis sekuritas perlu memperhatikan kualitas laba ketika menggunakan *factor size* dan *book-to-market* sebagai dasar pembentukan portofolio. Saham kecil dan saham dengan karakteristik book-to-market tertentu tidak selalu memberikan premi return yang bersih apabila laporan keuangan mengandung indikasi manajemen laba. Bagi emiten, hasil ini menekankan pentingnya transparansi pelaporan keuangan karena kualitas laba yang rendah dapat menurunkan kredibilitas sinyal fundamental di pasar modal (Francis et al., 2005) dan (Fama & French, 2015a).

5. KESIMPULAN

Berdasarkan hasil pengujian terhadap data bulanan portofolio Kompas 100 periode 2020-2024, penelitian ini menyimpulkan bahwa market risk premium merupakan faktor yang paling konsisten dalam menjelaskan excess return saham. Koefisien RM positif dan signifikan pada seluruh portofolio, baik pada model Fama and French Three Factor versi original, model moderasi, maupun robustness test dengan HAC/Newey-West standard error. Dengan demikian, H1 diterima. Kesimpulan ini sejalan dengan kerangka Fama-French dan bukti empiris Indonesia yang menempatkan faktor pasar sebagai determinan utama excess return portofolio (Fama & French, 1993); (Hardianto & Suherman, 2009) dan (Dwi Darma, Indriati, et al., 2024)

Faktor SMB terbukti berpengaruh terutama pada portofolio saham kecil, yaitu S/L, S/M, dan S/H. Pada portofolio besar, efek SMB tidak selalu signifikan dalam model original, namun sebagian menjadi signifikan setelah koreksi robust. Oleh karena itu, H2 diterima secara parsial. Faktor HML juga berpengaruh secara parsial. HML signifikan pada sebagian besar portofolio, tetapi tidak signifikan pada B/M. Dengan demikian, H3 diterima secara parsial. Pola dukungan parsial ini konsisten dengan studi yang menunjukkan bahwa size premium dan value premium dapat berbeda antar portofolio, periode, (Huang & Ho, 2020) dan struktur pasar, termasuk pada pasar modal Indonesia (Hardianto & Suherman, 2009); (Fama & French, 1996a); (Dwi Darma, Muajizin, et al., 2024)

Manajemen laba sebagai variabel langsung menunjukkan arah negatif pada seluruh portofolio, dan signifikan terutama pada S/M serta B/H dalam model ordinary least squares. Setelah koreksi HAC/Newey-West, pengaruh negatif ML juga tampak pada B/L. Hasil ini menunjukkan bahwa creative accounting cenderung menurunkan kualitas informasi laba dan dapat mengurangi respons excess return pada sebagian kelompok portofolio. Temuan ini didukung oleh literatur bahwa discretionary accruals dan kualitas akrual memengaruhi persepsi risiko informasi, cost of capital, dan expected stock returns (Subramanyam, 1996); (Francis et al., 2005); (Huang & Ho, 2020) dan (Dang et al., 2023).

Peran moderasi manajemen laba terhadap SMB dan HML tidak bersifat universal. Interaksi SMB x ML signifikan secara robust pada S/M dan B/M, sedangkan interaksi HML x ML signifikan secara robust pada B/M. Dengan demikian, H6 diterima secara parsial dan H7 diterima secara terbatas. Hasil ini menunjukkan bahwa creative accounting lebih tepat dipahami sebagai faktor risiko informasi yang memperkuat atau memperlemah hubungan faktor Fama and French dengan return pada kondisi portofolio tertentu, bukan sebagai moderator yang bekerja merata pada seluruh kelompok saham. Kesimpulan ini sejalan dengan riset yang menempatkan kualitas laba dan akrual diskresioner sebagai sumber risiko informasi

yang dapat memengaruhi penilaian (Darma & Et.al, 2023); (Kothari et al., 2005); (Francis et al., 2005).

Secara keseluruhan, rekayasa model Fama and French Three Factor dengan memasukkan creative accounting sebagai variabel moderasi memberikan kontribusi tambahan dalam menjelaskan dinamika excess return di pasar modal Indonesia. Model moderasi meningkatkan R² pada seluruh portofolio, tetapi dominasi faktor pasar tetap sangat kuat. Oleh karena itu, model yang diusulkan layak digunakan sebagai pengembangan empiris asset pricing pada pasar modal Indonesia, dengan catatan bahwa interpretasi efek moderasi perlu mempertimbangkan karakteristik portofolio dan kualitas data akuntansi. Kesimpulan ini memperkuat integrasi antara literatur asset pricing dan earnings quality, yaitu bahwa return saham tidak hanya dipengaruhi oleh faktor risiko pasar, ukuran, dan nilai, tetapi juga oleh reliabilitas informasi akuntansi yang digunakan investor untuk menilai risiko dan prospek emiten (Fama & French, 1992b, 1993);(Dang et al., 2023); (Fama & French, 2018); (Dwi Darma, Indriati, et al., 2024); (Darma et al., 2022);(Dechow et al., 2010); (Francis et al., 2005; Kothari et al., 2005).

Keterbatasan dan Saran

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan. Pertama, periode pengamatan terbatas pada 2020-2024 sehingga masih dipengaruhi oleh fase pandemi dan pemulihan pasca pandemi. Kedua, manajemen laba diukur dengan pendekatan akrual, sehingga belum membedakan secara eksplisit antara *accrual earnings* management dan real earnings management. Ketiga, pengujian dilakukan pada portofolio Kompas 100 sehingga generalisasi pada seluruh emiten Bursa Efek Indonesia perlu dilakukan secara hati-hati.

Penelitian berikutnya disarankan memperpanjang periode observasi, membandingkan discretionary accruals bertanda dan absolute discretionary accruals, serta menambahkan faktor lain seperti profitability, investment, momentum, likuiditas, atau faktor ESG. Pengujian lanjutan juga dapat menggunakan pendekatan panel data, quantile regression, atau rolling-window regression untuk melihat apakah peran creative accounting berubah pada kondisi pasar bullish, bearish, dan krisis.

DAFTAR REFERENSI

- Acaravci, S. K., & Karaomer, Y. (2017). Fama-French five-factor model: Evidence from Turkey. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(6), 130–137. <http://www.econjournals.com>
- Andrews, D. W. K. (1991). An improved heteroskedasticity and autocorrelation consistent covariance matrix estimator. *Econometrica*, 59(3), 817–858. <https://doi.org/10.2307/2938229>
- Baek, S., & Bilson, J. F. O. (2015). Size and value risk in financial firms. *Journal of Banking and Finance*, 55, 295–326. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.02.011>
- Candika, Y. I. (2017). Pengujian kekuatan model Carhart empat faktor terhadap excess return saham di Indonesia. *The International Journal of Applied Business*, 1(1), 60–74.
- Carhart, M. M. (1997). On persistence in mutual fund performance. *The Journal of Finance*, 52(1), 57–82. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb03808.x>
- Dang, D. Q., Korkos, I., & Wu, W. (2023). The effects of earnings management on information asymmetry and stock price synchronicity. *Cogent Economics & Finance*, 11(2), 1–19. <https://doi.org/10.1080/23322039.2023.2290359>
- Darma, Y. D. (2017). Pengujian empiris terhadap kekuatan model CAPM dalam memprediksi return portofolio saham LQ45 periode 2013–2016. *Akubis Journal*. <https://journal.lppmpelitabangsa.id/index.php/akubis/article/view/111>
- Darma, Y. D. (2020). Mampukah model multi faktor APT memberikan gambaran hubungan return harapan portofolio saham LQ45 dengan risiko sistematis pada pasar modal Indonesia. *Jurnal Manajemen Strategik dan Simulasi Bisnis*, 1(2), 1–22. <https://doi.org/10.25077/mssb.1.2.1-22.2020>
- Darma, Y. D., & Lestari, V. S. A. (2022). Fama-French five factors model pada excess return saham indeks Kompas 100. *Jurnal Riset Akuntansi & Perpajakan*, 9(1), 88–100. <https://doi.org/10.35838/jrap.2022.009.01.07>
- Darma, Y. D., Hartati, N., Indriati, P., & Indriani, M. (2023). Determinasi nilai perusahaan dimediasi manajemen laba pada emiten indeks Kompas 100. *Jurnal Pendidikan Akuntansi & Keuangan*, 11, 121–145.
- Dasril, Y. D. D., Indriati, P., Pujiharta, P., Hartati, N., & Indriani, M. (2024). Mampukah model enam faktor Fama and French menggungguli model tiga faktor Fama and French dengan proksi indeks Kompas 100. *Jurnal Riset Akuntansi & Perpajakan*, 11(1), 89–104. <https://doi.org/10.35838/jrap.2024.011.01.07>
- Dechow, P. M., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2–3), 344–401. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.09.001>
- Dirkx, P., & Peter, F. J. (2020). The Fama-French five-factor model plus momentum: Evidence for the German market. *Schmalenbach Business Review*, 72(4), 661–684. <https://doi.org/10.1007/s41464-020-00105-y>
- Fama, E. F. (1991). Efficient capital markets: II. *The Journal of Finance*, 46(5), 1575–1617. <https://doi.org/10.2307/2328565>
- Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The cross-section of expected stock returns. *The Journal of Finance*, 47(2), 427–465. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04398.x>

- Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3–56. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(93\)90023-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(93)90023-5)
- Fama, E. F., & French, K. R. (1996). Multifactor explanations of asset pricing anomalies. *The Journal of Finance*, 51(1), 55–84. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1996.tb05202.x>
- Fama, E. F., & French, K. R. (2015). A five-factor asset pricing model. *Journal of Financial Economics*, 116(1), 1–22. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.10.010>
- Fama, E. F., & French, K. R. (2018). Choosing factors. *Journal of Financial Economics*, 128(2), 234–252. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.02.012>
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., & Schipper, K. (2005). The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics*, 39(2), 295–327. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.06.003>
- Griffin, J. M. (2005). Are the Fama and French factors global or country-specific? *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.262647>
- Hardianto, D., & Suherman, S. (2009). Pengujian Fama-French three-factor model di Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 13(2), 198–208.
- Huang, H. Y., & Ho, K. C. (2020). Liquidity, earnings management, and stock expected returns. *North American Journal of Economics and Finance*, 54, 101261. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2020.101261>
- Kim, I., Miller, S., Wan, H., & Wang, B. (2016). Drivers behind the monitoring effectiveness of global institutional investors: Evidence from earnings management. *Journal of Corporate Finance*, 40, 24–46. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.06.006>
- Kim, J. B., & Sohn, B. C. (2013). Real earnings management and cost of capital. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(6), 518–543. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2013.08.002>
- Kothari, S. P., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005). Performance-matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 163–197. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.11.002>
- Kubota, K., & Takehara, H. (2018). Does the Fama and French five-factor model work well in Japan? *International Review of Finance*, 18(1), 137–146. <https://doi.org/10.1111/irfi.12126>
- Misran, A., & Sutomo, I. (2025). Revisiting the Fama-French framework with contemporary evidence from the Indonesian stock exchange. *HBR Husnayain Business Review*, 5(1), 57–66.
- Munawaroh, U., & Sunarsih, S. (2020). The effects of Fama-French five factor and momentum factor on Islamic stock portfolio excess return listed in ISSI. *Jurnal Ekonomi & Keuangan Islam*, 6(2), 119–133. <https://doi.org/10.20885/jeki.vol6.iss2.art4>
- Newey, W. K., & West, K. D. (1987). A simple, positive semi-definite, heteroskedasticity and autocorrelation consistent covariance matrix. *Econometrica*, 55(3), 703–708. <https://doi.org/10.2307/1913610>
- Putra, D., & Asfiah, N. (2024). Penerapan Environmental, Social, dan Governance (ESG) pada program infrastruktur di Indonesia: Menuju sustainable business. *Jurnal Manuhara*, 2(3), 102–114. <https://doi.org/10.61132/manuhara.v2i3.943>

- Putri, H. T. (2019). Pengaruh manajemen laba terhadap nilai perusahaan pada industri manufaktur. *J-MAS (Jurnal Manajemen dan Sains)*, 4(1), 51–60. <https://doi.org/10.33087/jmas.v4i1.70>
- Subramanyam, K. R. (1996). The pricing of discretionary accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 22(1–3), 249–281. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(96\)00434-X](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(96)00434-X)
- Veronica, S., & Bachtiar, Y. S. (2005). Corporate governance, information asymmetry, and earnings management. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, 2(1), 77–106. <https://doi.org/10.21002/jaki.2005.04>
- Wan, G., Dawod, A. Y., Chanaim, S., & Ramasamy, S. S. (2023). Hotspots and trends of environmental, social and governance (ESG) research: A bibliometric analysis. *Data Science and Management*, 6(2), 65–75. <https://doi.org/10.1016/j.dsm.2023.03.001>