

**PENGARUH MARKET RISK PREMIUM, SMB, HML, RMW, DAN CMA  
TERHADAP EXCESS RETURN SAHAM PERUSAHAAN INDEKS LQ45  
PERIODE 2022–2025**

**Indra Manggala Dwi Darmawan**

Program Studi Manajemen,  
Fakultas Ekonomi dan Bisnis,  
Universitas 17 Agustus 1945 Surabaya  
[1212300021@surel.untag-sby.ac.id](mailto:1212300021@surel.untag-sby.ac.id)

**Shofwan Afif Khoiruddin**

Program Studi Manajemen,  
Fakultas Ekonomi dan Bisnis,  
Universitas 17 Agustus 1945 Surabaya  
[1212300030@surel.untag-sby.ac.id](mailto:1212300030@surel.untag-sby.ac.id)

**Istiono**

Program Studi Manajemen,  
Fakultas Ekonomi dan Bisnis,  
Universitas 17 Agustus 1945 Surabaya  
[istionomba@untag-sby.ac.id](mailto:istionomba@untag-sby.ac.id)

**ABSTRAK**

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh faktor-faktor dalam Fama-French Five Factor Model (FF5F), yaitu Market Risk Premium (MKT), Small Minus Big (SMB), High Minus Low (HML), Robust Minus Weak (RMW), dan Conservative Minus Aggressive (CMA) terhadap excess return saham perusahaan yang terdaftar secara konsisten dalam Indeks LQ45 Bursa Efek Indonesia selama periode Januari 2022 hingga Desember 2025. Sampel penelitian terdiri dari 25 perusahaan dengan 1.200 observasi (25 perusahaan × 48 bulan). Metode analisis yang digunakan adalah regresi linear berganda dengan data panel. Hasil penelitian menunjukkan bahwa Market Risk Premium (MKT) dan Small Minus Big (SMB) berpengaruh positif dan signifikan terhadap excess return saham, sedangkan High Minus Low (HML), Robust Minus Weak (RMW), dan Conservative Minus Aggressive (CMA) tidak berpengaruh signifikan. Uji F menunjukkan model signifikan secara keseluruhan dengan nilai Adjusted R Square sebesar 13,7%. Temuan ini mengimplikasikan bahwa pada konteks saham berkapitalisasi besar di Indonesia, risiko pasar dan efek ukuran perusahaan merupakan determinan utama excess return, sementara faktor nilai, profitabilitas, dan investasi belum terbukti relevan secara statistis.

**Kata Kunci:** *Fama-French Five Factor Model, Excess Return, LQ45, Market Risk Premium*

**ABSTRACT**

This study aims to examine the influence of Fama-French Five Factor Model (FF5F) factors Market Risk Premium (MKT), Small Minus Big (SMB), High Minus

Low (HML), Robust Minus Weak (RMW), and Conservative Minus Aggressive (CMA) on the excess return of stocks consistently listed in the LQ45 Index of the Indonesia Stock Exchange from January 2022 to December 2025. The sample comprises 25 companies with 1,200 observations (25 companies  $\times$  48 months). Multiple linear regression with panel data is employed as the analytical method. Results indicate that MKT and SMB have a significant positive effect on excess return, while HML, RMW, and CMA show no significant effect. The F-test confirms overall model significance with an Adjusted R Square of 13.7%. These findings suggest that in the context of large-capitalization Indonesian stocks, market risk and firm size are the primary determinants of excess return, whereas value, profitability, and investment factors are not yet statistically relevant.

**Keywords:** *Fama-French Five Factor Model, Excess Return, LQ45, Market Risk Premium*

## **A. PENDAHULUAN**

Pasar modal Indonesia mengalami pertumbuhan yang signifikan dalam beberapa tahun terakhir. Jumlah investor pasar modal meningkat dari 3,88 juta Single Investor Identification (SID) pada tahun 2020 menjadi lebih dari 12,17 juta SID pada tahun 2023 (KSEI, 2024). Peningkatan ini menunjukkan tingginya minat masyarakat terhadap investasi sekaligus meningkatkan kebutuhan akan pemahaman mengenai faktor-faktor yang memengaruhi return saham.

Di sisi lain, pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) masih diwarnai volatilitas akibat ketidakpastian ekonomi global, kebijakan moneter, dan proses pemulihan pascapandemi (BEI, 2024). Dalam kondisi tersebut, investor menghadapi tantangan dalam mengidentifikasi faktor-faktor yang mampu menjelaskan pembentukan return saham secara lebih akurat. Salah satu acuan utama investor adalah saham yang tergabung dalam indeks LQ45, yaitu saham dengan tingkat likuiditas dan kapitalisasi pasar yang tinggi. Namun, variasi return antar saham LQ45 menunjukkan bahwa risiko pasar saja belum cukup menjelaskan perbedaan return yang terjadi (Tandelilin, 2017).

Dalam teori keuangan, excess return merupakan selisih antara return saham dan return bebas risiko yang mencerminkan kompensasi atas risiko investasi (Sharpe, 1964; Lintner, 1965). Meskipun Capital Asset Pricing Model (CAPM) banyak digunakan untuk menjelaskan hubungan risiko dan return, berbagai penelitian menemukan adanya anomali seperti size effect, value effect, profitability effect, dan investment effect yang tidak dapat dijelaskan secara optimal oleh CAPM (Fama & French, 1993; Fama & French, 2015).

Untuk mengatasi keterbatasan tersebut, Fama dan French (2015) mengembangkan Five Factor Asset Pricing Model (FF5F) yang terdiri atas Market Risk Premium (MKT), Small Minus Big (SMB), High Minus Low (HML), Robust Minus Weak (RMW), dan Conservative Minus Aggressive (CMA). Model ini terbukti memiliki kemampuan yang lebih baik dalam menjelaskan variasi return saham dibandingkan model sebelumnya.

Berbagai penelitian menunjukkan hasil yang beragam mengenai efektivitas FF5F. Fama dan French (2017) menemukan bahwa model ini cukup relevan di

berbagai pasar internasional. Namun, penelitian di Indonesia menunjukkan hasil yang belum konsisten. Hanafi dan Hanafi (2019) menemukan bahwa MKT, SMB, dan HML berpengaruh signifikan terhadap excess return saham, sedangkan RMW dan CMA tidak signifikan. Sebaliknya, Wasito dan Pangestuti (2020) menemukan bahwa sebagian besar faktor FF5F berpengaruh signifikan terhadap return saham.

Berdasarkan telaah literatur, masih terdapat beberapa research gap. Pertama, sebagian besar penelitian di Indonesia menggunakan data tahunan atau kuartalan sehingga kurang mampu menangkap dinamika pasar jangka pendek. Kedua, penelitian yang secara khusus menggunakan saham LQ45 masih terbatas. Ketiga, periode 2022–2025 mencerminkan fase pemulihan ekonomi pascapandemi yang berpotensi memengaruhi relevansi masing-masing faktor dalam model FF5F.

Penelitian ini memiliki kebaruan pada penggunaan data bulanan selama periode 2022–2025, fokus pada 25 perusahaan yang konsisten berada dalam indeks LQ45, serta pengujian FF5F pada kondisi pasar yang dipengaruhi dinamika ekonomi pascapandemi. Secara teoritis, penelitian ini diharapkan dapat memperkaya literatur asset pricing di pasar modal Indonesia. Secara praktis, hasil penelitian dapat menjadi pertimbangan bagi investor dalam menyusun strategi investasi yang lebih efektif.

Berdasarkan latar belakang tersebut, penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh Market Risk Premium (MKT), Small Minus Big (SMB), High Minus Low (HML), Robust Minus Weak (RMW), dan Conservative Minus Aggressive (CMA) terhadap excess return saham perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ45 periode 2022–2025.

## **B. TINJAUAN TEORITIS**

### ***Fama-French Five Factor Model (FF5F)***

Fama dan French (2015) memperluas model tiga faktor dengan menambahkan dua faktor tambahan yang didasarkan pada implikasi dari dividend discount model: profitabilitas (RMW) dan investasi (CMA). Faktor RMW (Robust Minus Weak) mencerminkan perbedaan return antara saham perusahaan dengan profitabilitas operasional yang kuat (robust) versus lemah (weak). Faktor CMA (Conservative Minus Aggressive) mencerminkan perbedaan return antara saham perusahaan dengan pola investasi konservatif versus agresif. Landasan teoritis penambahan kedua faktor ini berakar pada model penilaian intrinsik yang menyatakan bahwa nilai perusahaan bergantung pada ekspektasi dividend yang merupakan fungsi dari profitabilitas dan keputusan investasi. Secara formal, FF5F dapat ditulis sebagai:

$$R_{i,t} - R_{f,t} = a_i + b_i(R_{Mt} - R_{f,t}) + s_iSMB_t + h_iHML_t + r_iRMW_t + c_iCMA_t + \epsilon_{i,t}$$

Di mana  $R_{i,t}$  adalah return saham  $i$  pada periode  $t$ ,  $R_{f,t}$  adalah return aset bebas risiko,  $R_{Mt}$  adalah return portofolio pasar,  $SMB_t$  adalah faktor ukuran,  $HML_t$  adalah faktor nilai,  $RMW_t$  adalah faktor profitabilitas,  $CMA_t$  adalah faktor investasi, dan  $\epsilon_{i,t}$  adalah error term. Koefisien  $b_i$ ,  $s_i$ ,  $h_i$ ,  $r_i$ , dan  $c_i$  mencerminkan sensitivitas (loading) return saham terhadap masing-masing faktor risiko (Fama & French, 2015).

**Penelitian Terdahulu**

Penelitian terdahulu digunakan sebagai landasan dalam penyusunan penelitian ini serta untuk mengetahui hasil-hasil penelitian sebelumnya yang relevan dengan topik Fama-French Five Factors Model dan excess return saham.

**Tabel 1. Penelitian Terdahulu**

<b>Peneliti</b>	<b>Variabel Penelitian</b>	<b>Hasil Penelitian</b>
Nugraha, Nurmatias, & Wahyudi (2023)	Variabel independen: Market Risk Premium, SMB, HML, RMW, CMA (FF5F). Variabel dependen: Excess Return Saham.	Model Fama-French Five Factors berpengaruh positif dan signifikan terhadap excess return saham pada perusahaan LQ45 periode 2018–2020.
Nursyam & Lantara (2023)	Variabel independen: Market Factor, Size Factor, Value Factor, Profitability Factor, Investment Factor. Variabel dependen: Excess Return.	Model FF5F memiliki kemampuan yang lebih baik dibandingkan FF3F dan CAPM dalam menjelaskan excess return saham di Indonesia periode 2018–2021.
Sutedja & Wijaya (2022)	Variabel independen: Market Risk Premium, Size, Book-to-Market, Profitability, Investment, Momentum. Variabel dependen: Return Saham.	Market Risk Premium, Size, dan Book-to-Market berpengaruh positif signifikan terhadap return saham. Profitability dan Investment tidak signifikan, sedangkan Momentum berpengaruh negatif signifikan.

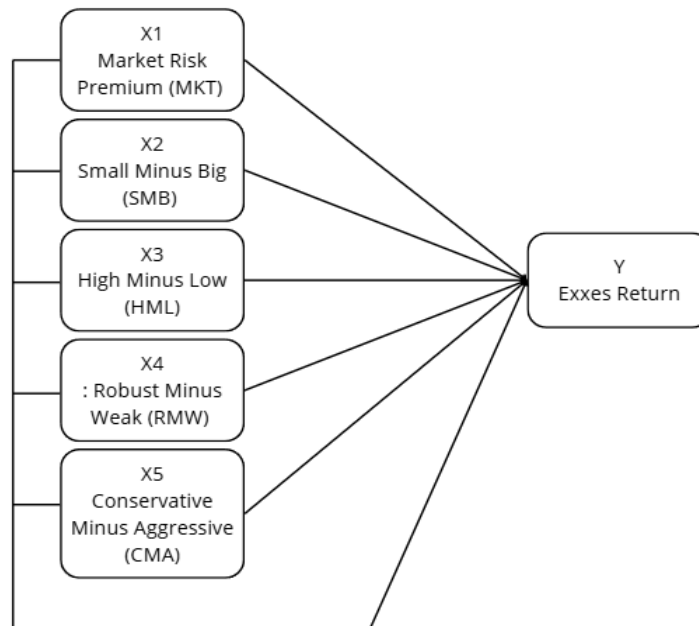
Berdasarkan penelitian terdahulu yang telah dipaparkan, dapat diketahui bahwa model Fama-French Five Factors secara umum memiliki kemampuan yang baik dalam menjelaskan pergerakan return maupun excess return saham. Penelitian Nugraha et al. (2023) menunjukkan bahwa seluruh faktor dalam model Fama-French Five Factors memberikan pengaruh positif dan signifikan terhadap excess return saham pada perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ45. Hasil tersebut diperkuat oleh penelitian Nursyam dan Lantara (2023) yang menemukan bahwa model Fama-French Five Factors memiliki kinerja yang lebih baik dibandingkan model CAPM dan Fama-French Three Factors dalam menjelaskan excess return saham di Bursa Efek Indonesia.

Namun demikian, penelitian Sutedja dan Wijaya (2022) menunjukkan bahwa tidak seluruh faktor dalam model Fama-French Five Factors memberikan pengaruh yang signifikan terhadap return saham. Faktor market risk premium, size, dan book-to-market equity terbukti berpengaruh signifikan, sedangkan faktor profitability dan investment tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan. Perbedaan hasil penelitian tersebut mengindikasikan bahwa efektivitas masing-masing faktor dalam

menjelaskan return saham dapat dipengaruhi oleh karakteristik sampel, periode penelitian, serta kondisi pasar modal yang berbeda.

Oleh karena itu, penelitian ini dilakukan untuk menguji kembali pengaruh faktor-faktor dalam Fama-French Five Factors Model terhadap excess return saham pada objek dan periode penelitian yang berbeda sehingga dapat memberikan bukti empiris tambahan mengenai relevansi model tersebut di pasar modal Indonesia.

### **Kerangka Konseptual**



*Gambar 1. Kerangka Konseptual*

Penelitian ini menggunakan Fama-French Five Factors Model untuk menganalisis faktor-faktor yang memengaruhi excess return saham. Model ini merupakan pengembangan dari Capital Asset Pricing Model (CAPM) dan Fama-French Three Factors Model dengan menambahkan faktor profitabilitas dan investasi untuk meningkatkan kemampuan model dalam menjelaskan variasi return saham.

Dalam penelitian ini, excess return saham digunakan sebagai variabel dependen (Y), sedangkan Market Risk Premium (MKT-RF), Size Factor (SMB), Value Factor (HML), Profitability Factor (RMW), dan Investment Factor (CMA) digunakan sebagai variabel independen. Kelima faktor tersebut diduga memiliki pengaruh terhadap pembentukan excess return saham berdasarkan teori asset pricing dan hasil penelitian terdahulu.

### **Pengembangan Hipotesis**

Berdasarkan teori dan bukti empiris yang ada, hipotesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

H1: Market Risk Premium (MKT) berpengaruh positif dan signifikan terhadap excess return saham perusahaan LQ45.

H2: Small Minus Big (SMB) berpengaruh positif dan signifikan terhadap excess return saham perusahaan LQ45.

- H3: High Minus Low (HML) berpengaruh signifikan terhadap excess return saham perusahaan LQ45.  
H4: Robust Minus Weak (RMW) berpengaruh signifikan terhadap excess return saham perusahaan LQ45.  
H5: Conservative Minus Aggressive (CMA) berpengaruh signifikan terhadap excess return saham perusahaan LQ45.  
H6: MKT-RF, SMB, HML, RMW, dan CMA secara simultan berpengaruh signifikan terhadap excess return saham Perusahaan LQ45.

### C. METODE PENELITIAN

#### Desain dan Pendekatan Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan desain penelitian eksplanatori (explanatory research), yang bertujuan untuk menjelaskan hubungan kausal antara variabel independen (MKT, SMB, HML, RMW, CMA) dengan variabel dependen (excess return saham). Penelitian menggunakan data panel yang menggabungkan data cross-sectional (25 perusahaan) dengan data time-series (48 bulan), sehingga diperoleh total 1.200 observasi. Penggunaan data panel memberikan keunggulan dalam hal meningkatkan efisiensi estimasi, kemampuan mengendalikan heterogenitas tidak teramati, dan peningkatan derajat kebebasan (Baltagi, 2008).

#### Populasi dan Sampel

Populasi penelitian adalah seluruh perusahaan yang pernah terdaftar dalam Indeks LQ45 Bursa Efek Indonesia selama periode 2022–2025. Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah purposive sampling dengan kriteria: (1) perusahaan secara konsisten terdaftar dalam Indeks LQ45 selama seluruh periode penelitian Januari 2022 – Desember 2025; (2) memiliki data harga saham dan laporan keuangan yang lengkap selama periode penelitian; dan (3) tidak melakukan corporate action yang bersifat struktural seperti delisting atau reverse stock split selama periode penelitian. Berdasarkan kriteria tersebut, diperoleh sampel final sebanyak 25 perusahaan.

#### Definisi Operasional Variabel

**Tabel 2. Definisi Operasional Variabel**

Variabel	Simbol	Definisi	Pengukuran
Excess Return (Y)	$R_{i,t} - R_{f,t}$	Return saham melebihi return bebas risiko	Return bulanan saham dikurangi yield SBI 1 bulan
Market Risk Premium (X1)	MKT	Return pasar melebihi return bebas risiko	Return IHSG dikurangi $R_f$
SMB (X2)	Small Minus Big	Premi return saham kecil terhadap saham besar, diukur berdasarkan kapitalisasi pasar	Return portofolio saham kecil –

Variabel	Simbol	Definisi	Pengukuran
HML (X3)	High Minus Low	Premi return saham nilai terhadap saham pertumbuhan, diukur menggunakan <i>book to market ratio</i>	return portofolio saham besar  Return portofolio B/M tinggi – B/M rendah
RMW (X4)	Robust Minus Weak	Premi return profitabilitas tinggi terhadap rendah diukur menggunakan ROE	Return portofolio OP tinggi – OP rendah
CMA (X5)	Conservative Minus Aggressive	Premi return investasi konservatif terhadap agresif, diukur berdasarkan rasio <i>asset growth</i>	Return portofolio investasi rendah – investasi tinggi

### Teknik Analisis Data

Analisis data dalam penelitian ini dilakukan menggunakan IBM SPSS Statistics 22. Tahap pertama adalah analisis statistik deskriptif untuk memberikan gambaran mengenai karakteristik data penelitian yang meliputi nilai minimum, maksimum, rata-rata (mean), dan standar deviasi dari masing-masing variabel penelitian.

Tahap kedua adalah pengujian asumsi klasik yang terdiri atas uji normalitas, uji multikolinearitas, dan uji autokorelasi untuk memastikan model regresi memenuhi asumsi dasar regresi linear. Uji multikolinearitas dilakukan dengan melihat nilai Tolerance dan Variance Inflation Factor (VIF), sedangkan uji autokorelasi dilakukan menggunakan statistik Durbin-Watson (Ghozali, 2021).

Tahap ketiga adalah analisis regresi linear berganda untuk menguji pengaruh Market Risk Premium (MKT), Small Minus Big (SMB), High Minus Low (HML), Robust Minus Weak (RMW), dan Conservative Minus Aggressive (CMA) terhadap excess return saham. Model regresi yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha + \beta_1 MKT_t + \beta_2 SMB_t + \beta_3 HML_t + \beta_4 RMW_t + \beta_5 CMA_t + \varepsilon_{i,t}$$

Selanjutnya dilakukan pengujian hipotesis melalui uji parsial (uji t) untuk mengetahui pengaruh masing-masing variabel independen terhadap excess return saham, uji simultan (uji F) untuk mengetahui pengaruh variabel independen secara bersama-sama, serta koefisien determinasi ( $R^2$ ) untuk mengukur kemampuan model dalam menjelaskan variasi variabel dependen (Ghozali, 2021).

## D. HASIL DAN PEMBAHASAN

### 1. Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif digunakan untuk memberikan gambaran umum mengenai karakteristik data penelitian. Penelitian ini menggunakan 1.200 observasi yang

berasal dari 25 perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ45 selama periode 2022–2025.

**Table 3. Hasil Uji Statistik Deskriptif**

	Mean	Std. Deviation	N
y	,006443388224932	,106630036508695	1200
x1	,001793304570291	,034093461528474	1200
x2	,007789840032394	,042223902175314	1200
x3	,021603963633278	,038523470419747	1200
x4	,017431816315677	,039697928973704	1200
x5	-,016849541138105	,044155125542028	1200

*Sumber: data diolah menggunakan IBM SPSS 22 (2026)*

Berdasarkan tabel di atas, variabel dependen y memiliki nilai rata-rata sebesar 0,0064 dengan standar deviasi 0,1066, menunjukkan bahwa data y memiliki penyebaran yang cukup besar dibandingkan rata-ratanya. Variabel independen x1 hingga x4 memiliki nilai rata-rata positif, sedangkan x5 memiliki rata-rata negatif sebesar -0,0168. Standar deviasi masing-masing variabel independen berada pada kisaran 0,0341–0,0442, yang mengindikasikan adanya variasi data antarobservasi namun masih dalam tingkat yang wajar.

Secara keseluruhan, hasil statistik deskriptif menunjukkan bahwa seluruh variabel penelitian memiliki tingkat variasi data yang relatif baik dan layak digunakan untuk analisis lebih lanjut. Tidak terdapat indikasi penyebaran data yang ekstrem berdasarkan nilai rata-rata dan standar deviasi yang diperoleh.

## 2. Uji Asumsi Klasik

**Tabel 4. Matriks Korelasi Antar Variabel Penelitian**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	95,0% Confidence Interval for B		Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound	Tolerance	VIF
1	(Constant)	,001	,004		,208	,835	-,007	,008		
	x1	1,031	,092	,330	11,189	,000	,850	1,212	,830	1,205
	x2	,296	,076	,117	3,898	,000	,147	,445	,796	1,256
	x3	,065	,086	,023	,755	,450	-,104	,233	,748	1,336
	x4	-,094	,078	-,035	-1,209	,227	-,247	,059	,857	1,167
	x5	-,104	,071	-,043	-1,479	,139	-,243	,034	,845	1,184

*Sumber: data diolah menggunakan IBM SPSS 22 (2026)*

**Tabel 5. Matriks Korelasi Antar Variabel Penelitian**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,374 <sup>a</sup>	,140	,137	,099083951949563	2,108

a. Predictors: (Constant), x5, x4, x2, x1, x3

b. Dependent Variable: y

*Sumber: data diolah menggunakan IBM SPSS 22 (2026)*

### **Uji Multikolinearitas**

Uji multikolinearitas bertujuan untuk mengetahui apakah terdapat korelasi yang tinggi antar variabel independen dalam model regresi. Model regresi yang baik seharusnya tidak mengalami multikolinearitas. Pengujian dilakukan dengan melihat nilai Tolerance dan Variance Inflation Factor (VIF). Model dinyatakan bebas dari multikolinearitas apabila memiliki nilai Tolerance > 0,10 dan VIF < 10.

Berdasarkan hasil pengujian pada Tabel Coefficients, variabel X1 memiliki nilai Tolerance sebesar 0,830 dan VIF sebesar 1,205, variabel X2 memiliki nilai Tolerance sebesar 0,796 dan VIF sebesar 1,256, variabel X3 memiliki nilai Tolerance sebesar 0,748 dan VIF sebesar 1,336, variabel X4 memiliki nilai Tolerance sebesar 0,857 dan VIF sebesar 1,167, serta variabel X5 memiliki nilai Tolerance sebesar 0,845 dan VIF sebesar 1,184.

Seluruh variabel independen memiliki nilai Tolerance di atas 0,10 dan nilai VIF di bawah 10. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa model regresi dalam penelitian ini tidak mengalami multikolinearitas, sehingga variabel independen yang digunakan layak untuk dianalisis lebih lanjut.

### **Uji Autokorelasi**

Uji autokorelasi bertujuan untuk mengetahui apakah terdapat korelasi antara residual pada satu pengamatan dengan residual pada pengamatan lainnya dalam model regresi. Pengujian dilakukan menggunakan statistik Durbin-Watson (DW). Model regresi dikatakan tidak mengalami autokorelasi apabila nilai Durbin-Watson berada di sekitar angka 2.

Berdasarkan hasil pengujian pada Tabel Model Summary, diperoleh nilai Durbin-Watson sebesar 2,108. Nilai tersebut berada di sekitar angka 2, sehingga menunjukkan bahwa tidak terdapat autokorelasi dalam model regresi.

Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa model regresi yang digunakan telah memenuhi asumsi autokorelasi dan layak digunakan untuk pengujian hipotesis lebih lanjut.

### **3. Analisis Regresi Linear Berganda**

Analisis regresi linear berganda digunakan untuk mengetahui pengaruh variabel independen, yaitu X1, X2, X3, X4, dan X5 terhadap variabel dependen (Y). Hasil analisis regresi diperoleh berdasarkan tabel Coefficients sebagai berikut:

$$Y = 0,001 + 1,031X1 + 0,296X2 + 0,065X3 - 0,094X4 - 0,104X5 + eY$$

Berdasarkan persamaan regresi tersebut, dapat diinterpretasikan sebagai berikut:

1. Konstanta sebesar 0,001 menunjukkan bahwa apabila seluruh variabel independen (X1, X2, X3, X4, dan X5) bernilai nol, maka nilai variabel Y sebesar 0,001.

2. Koefisien X1 sebesar 1,031 menunjukkan bahwa setiap peningkatan X1 sebesar satu satuan akan meningkatkan nilai Y sebesar 1,031 satuan, dengan asumsi variabel lain tetap (*ceteris paribus*).
3. Koefisien X2 sebesar 0,296 menunjukkan bahwa setiap peningkatan X2 sebesar satu satuan akan meningkatkan nilai Y sebesar 0,296 satuan, dengan asumsi variabel lain tetap.
4. Koefisien X3 sebesar 0,065 menunjukkan bahwa setiap peningkatan X3 sebesar satu satuan akan meningkatkan nilai Y sebesar 0,065 satuan, dengan asumsi variabel lain tetap.
5. Koefisien X4 sebesar -0,094 menunjukkan bahwa setiap peningkatan X4 sebesar satu satuan akan menurunkan nilai Y sebesar 0,094 satuan, dengan asumsi variabel lain tetap.
6. Koefisien X5 sebesar -0,104 menunjukkan bahwa setiap peningkatan X5 sebesar satu satuan akan menurunkan nilai Y sebesar 0,104 satuan, dengan asumsi variabel lain tetap.

Secara umum, hasil analisis regresi menunjukkan bahwa variabel X1, X2, dan X3 memiliki arah pengaruh positif terhadap Y, sedangkan variabel X4 dan X5 memiliki arah pengaruh negatif terhadap Y.

#### 4. Uji F (Simultan)

**Tabel 6. Hasil Uji Simultan (Uji F)**

	Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1,910	5	,382	38,916	.000 <sup>b</sup>
	Residual	11,722	1194	,010		
	Total	13,633	1199			

a. Dependent Variable: y

b. Predictors: (Constant), x5, x4, x2, x1, x3

*Sumber: data diolah menggunakan IBM SPSS 22 (2026)*

Uji F digunakan untuk mengetahui apakah variabel independen yang terdiri dari X1, X2, X3, X4, dan X5 secara simultan (bersama-sama) berpengaruh terhadap variabel dependen (Y). Pengujian dilakukan dengan melihat nilai F hitung dan tingkat signifikansi (Sig.). Model regresi dinyatakan signifikan apabila nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05.

Berdasarkan hasil pengujian pada tabel ANOVA, diperoleh nilai F hitung sebesar 38,916 dengan nilai signifikansi sebesar 0,000. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05 ( $0,000 < 0,05$ ), maka dapat disimpulkan bahwa variabel X1, X2, X3, X4, dan X5 secara simultan berpengaruh signifikan terhadap variabel Y.

Dengan demikian, model regresi yang digunakan dalam penelitian ini layak digunakan untuk menjelaskan hubungan antara variabel independen dan variabel dependen. Hasil ini menunjukkan bahwa secara bersama-sama variabel X1, X2, X3, X4, dan X5 memiliki kemampuan dalam menjelaskan perubahan pada variabel Y.

Kesimpulan:  $H_0$  ditolak dan  $H_a$  diterima, sehingga variabel X1, X2, X3, X4, dan X5 secara simultan berpengaruh signifikan terhadap variabel Y.

**5. Uji T (parsial)**

Berdasarkan hasil pengujian pada tabel Coefficients, diperoleh hasil sebagai berikut:

**Pengaruh X1 terhadap Y**

Variabel X1 memiliki nilai koefisien regresi sebesar 1,031 dengan nilai signifikansi sebesar 0,000. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05 ( $0,000 < 0,05$ ), maka X1 berpengaruh positif dan signifikan terhadap Y. Dengan demikian, hipotesis yang menyatakan bahwa X1 berpengaruh terhadap Y diterima.

**Pengaruh X2 terhadap Y**

Variabel X2 memiliki nilai koefisien regresi sebesar 0,296 dengan nilai signifikansi sebesar 0,000. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05 ( $0,000 < 0,05$ ), maka X2 berpengaruh positif dan signifikan terhadap Y. Dengan demikian, hipotesis yang menyatakan bahwa X2 berpengaruh terhadap Y diterima.

**Pengaruh X3 terhadap Y**

Variabel X3 memiliki nilai koefisien regresi sebesar 0,065 dengan nilai signifikansi sebesar 0,450. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 ( $0,450 > 0,05$ ), maka X3 tidak berpengaruh signifikan terhadap Y. Dengan demikian, hipotesis yang menyatakan bahwa X3 berpengaruh terhadap Y ditolak.

**Pengaruh X4 terhadap Y**

Variabel X4 memiliki nilai koefisien regresi sebesar -0,094 dengan nilai signifikansi sebesar 0,227. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 ( $0,227 > 0,05$ ), maka X4 tidak berpengaruh signifikan terhadap Y. Dengan demikian, hipotesis yang menyatakan bahwa X4 berpengaruh terhadap Y ditolak.

**Pengaruh X5 terhadap Y**

Variabel X5 memiliki nilai koefisien regresi sebesar -0,104 dengan nilai signifikansi sebesar 0,139. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 ( $0,139 > 0,05$ ), maka X5 tidak berpengaruh signifikan terhadap Y. Dengan demikian, hipotesis yang menyatakan bahwa X5 berpengaruh terhadap Y ditolak.

**6. Koefisien Determinasi (R<sup>2</sup>)**

Berdasarkan hasil pengujian diperoleh nilai Adjusted R Square sebesar 0,137. Hal ini menunjukkan bahwa variabel X1, X2, X3, X4, dan X5 mampu menjelaskan variasi variabel Y sebesar 13,7%, sedangkan sisanya sebesar 86,3% dijelaskan oleh faktor-faktor lain di luar model penelitian.

Dengan demikian, kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen tergolong relatif rendah, sehingga masih terdapat faktor lain di luar model yang mempengaruhi variabel Y.

**7. Pembahasan Hipotesis**

**Tabel 7. Hasil Uji Simultan (Uji F)**

Hipotesis	Variabel	Koefisien (B)	t/F Hitung	Sig.	Keputusan
H1	MKT → Return Saham	1,031	11,189	0	Diterima
H2	SMB → Return Saham	0,296	3,898	0	Diterima

H3	HML → Return Saham	0,065	0,755	0,45	Ditolak
H4	RMW → Return Saham	-0,094	-1,209	0,227	Ditolak
H5	CMA → Return Saham	-0,104	-1,479	0,139	Ditolak
H6	MKT-RF, SMB, HML, RMW, dan CMA → Return Saham (simultan)	-	38,916	0	Diterima

*Sumber: data diolah menggunakan IBM SPSS 22 (2026)*

### **E. KESIMPULAN**

Penelitian ini menguji validitas Fama-French Five Factor Model (FF5F) dalam menjelaskan excess return saham 25 perusahaan yang secara konsisten terdaftar dalam Indeks LQ45 Bursa Efek Indonesia selama periode Januari 2022 – Desember 2025 (1.200 observasi). Berdasarkan hasil estimasi Fixed Effect Model, diperoleh kesimpulan sebagai berikut.

Pertama, Market Risk Premium (MKT) berpengaruh positif dan signifikan terhadap excess return saham LQ45, mengkonfirmasi peran sentral risiko sistematis pasar dalam pembentukan return saham, sebagaimana diprediksi oleh CAPM dan FF5F. Kedua, Small Minus Big (SMB) berpengaruh positif dan signifikan, mengindikasikan bahwa size premium masih beroperasi di pasar modal Indonesia bahkan dalam kelompok saham berkapitalisasi besar selama periode pemulihan pascapandemi 2022–2025.

Ketiga, High Minus Low (HML), Robust Minus Weak (RMW), dan Conservative Minus Aggressive (CMA) tidak berpengaruh signifikan terhadap excess return saham LQ45. Ketidaksignifikan ketiga faktor ini konsisten dengan karakteristik sampel yang terdiri dari perusahaan-perusahaan blue-chip dengan fundamental yang relatif homogen, serta kemungkinan belum efisiennya mekanisme price discovery berbasis fundamental di pasar modal Indonesia. Adjusted R Square sebesar 13,7% menunjukkan bahwa FF5F hanya mampu menjelaskan sebagian kecil variasi excess return, menandakan pentingnya faktor-faktor lain di luar model dalam konteks pasar Indonesia.

Implikasi teoritis penelitian ini adalah konfirmasi parsial terhadap validitas FF5F di pasar modal berkembang, khususnya untuk komponen risiko pasar dan ukuran perusahaan, sementara faktor nilai, profitabilitas, dan investasi memerlukan pengujian lebih lanjut dengan modifikasi metodologi yang mempertimbangkan karakteristik spesifik pasar modal Indonesia. Implikasi praktis bagi investor dan manajer portofolio adalah pentingnya memperhatikan beta pasar dan karakteristik ukuran relatif perusahaan dalam konstruksi portofolio, sementara strategi berbasis value investing, profitability screening, dan investment conservatism belum terbukti memberikan alpha yang konsisten pada segmen saham LQ45.

**DAFTAR PUSTAKA**

- Ang, R. (2015). *Buku pintar pasar modal Indonesia (The intelligent guide to Indonesian capital market)* (8th ed.). MediaSoft Indonesia.
- Baltagi, B. H. (2008). *Econometric analysis of panel data* (4th ed.). John Wiley & Sons.
- Banz, R. W. (1981). The relationship between return and market value of common stocks. *Journal of Financial Economics*, 9(1), 3–18. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(81\)90018-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(81)90018-0)
- Bursa Efek Indonesia. (2024). Laporan tahunan BEI 2023. <https://www.idx.co.id>
- 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. (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. (2017). International tests of a five-factor asset pricing model. *Journal of Financial Economics*, 123(3), 441–463. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2016.11.004>
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic econometrics* (5th ed.). McGraw-Hill.
- Guo, B., Zhang, W., Zhang, Y., & Zhang, H. (2017). The five-factor asset pricing model tests for the Chinese stock market. *Pacific-Basin Finance Journal*, 43, 84–106. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2017.02.001>
- Hanafi, S. M., & Hanafi, M. M. (2019). Fama-French five-factor model in Indonesian stock exchange. *Journal of Indonesian Economy and Business*, 34(2), 159–174. <https://doi.org/10.22146/jieb.43703>
- Harshita, Singh, S., & Yadav, S. S. (2015). Indian stock market and the asset pricing models. *Procedia Economics and Finance*, 30, 294–304. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(15\)01297-6](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)01297-6)
- Kustodian Sentral Efek Indonesia. (2024). Statistik pasar modal Indonesia 2023. <https://www.ksei.co.id>
- Lin, Q. (2017). Noisy prices and the Fama–French five-factor asset pricing model in China. *Emerging Markets Review*, 31, 141–163. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2017.04.002>
- Lintner, J. (1965). The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *The Review of Economics and Statistics*, 47(1), 13–37. <https://doi.org/10.2307/1924119>
- Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77–91. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1952.tb01525.x>
- Rosenberg, B., Reid, K., & Lanstein, R. (1985). Persuasive evidence of market inefficiency. *Journal of Portfolio Management*, 11(3), 9–16. <https://doi.org/10.3905/jpm.1985.409007>

- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425–442.  
<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x>
- Tandelilin, E. (2017). *Pasar modal: Manajemen portofolio dan investasi*. PT Kanisius.
- Wasito, W., & Pangestuti, I. R. D. (2020). Analisis pengaruh faktor risiko model Fama-French five-factor terhadap return saham pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Diponegoro Journal of Management*, 9(4), 1–12.
- Zaremba, A., & Czapkiewicz, A. (2017). Digesting anomalies in emerging European markets: A comparison of factor pricing models. *Emerging Markets Review*, 31, 1–15.  
<https://doi.org/10.1016/j.ememar.2016.12.002>