

STOCK VALUATION MODEL: A SYSTEMATIC LITERATURE REVIEW

MODEL PENILAI SAHAM: SEBUAH SYSTEMATIC LITERATURE REVIEW

Irsyad Haryono Aulia¹, Endang Ruhiyat², Nofryanti³

Program Studi Magister Akutansi, Universitas Pamulang Tangerang Selatan^{1,2,3}

irsyadharyono@ymail.com¹, e-ruhiyat_00020@unpam.ac.id², nofryanti@unpam.ac.id³

ABSTRACT

This study aims to review and synthesize empirical findings on the use of asset pricing models in portfolio analysis, including the Capital Asset Pricing Model (CAPM), Fama–French models (three- and five-factor), the Carhart four-factor model, and the Arbitrage Pricing Theory (APT), over the period 2014–2025. The research employs a Systematic Literature Review (SLR) with a qualitative approach, conducted through systematic identification, selection, quality assessment, and synthesis of relevant national and international scholarly articles. The results indicate that no single asset pricing model demonstrates universal superiority across all market conditions. CAPM remains widely applied due to its simplicity and ease of implementation, although its explanatory power is often limited in dynamic markets. Multifactor models such as Fama–French and Carhart generally provide stronger explanatory power, particularly in developed markets, but yield inconsistent results in emerging markets, including Indonesia. Meanwhile, APT offers greater flexibility in factor selection but faces challenges in identifying empirically stable and relevant risk factors. This study concludes that differences in market characteristics, investor behavior, macroeconomic conditions, and research methodologies are the main sources of empirical inconsistency across asset pricing models. These findings imply that the selection of asset pricing models should be context-dependent and aligned with analytical objectives, highlighting the importance of comparative and contextual approaches in portfolio analysis within the Indonesian capital market.

Keywords: Asset Pricing Models, CAPM, Fama–French, Carhart, APT, Systematic Literature Review

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk meninjau dan mensintesis temuan empiris terkait penggunaan model penilaian saham dalam analisis portofolio, meliputi Capital Asset Pricing Model (CAPM), Fama–French (tiga dan lima faktor), Carhart empat faktor, dan Arbitrage Pricing Theory (APT), selama periode 2014–2025. Metode yang digunakan adalah *Systematic Literature Review (SLR)* dengan pendekatan kualitatif melalui tahapan identifikasi, seleksi, evaluasi kualitas, dan sintesis terhadap artikel ilmiah bereputasi nasional dan internasional. Hasil kajian menunjukkan bahwa tidak terdapat satu model penilaian saham yang memiliki keunggulan universal di seluruh kondisi pasar. CAPM masih banyak digunakan karena kesederhanaan dan kemudahan implementasinya, namun memiliki keterbatasan dalam menjelaskan variasi return pada pasar yang dinamis. Model multifaktor seperti Fama–French dan Carhart cenderung memberikan daya jelaskan yang lebih baik, khususnya di pasar maju, tetapi menunjukkan hasil yang tidak konsisten di pasar berkembang, termasuk Indonesia. Sementara itu, APT menawarkan fleksibilitas dalam pemilihan faktor risiko, namun menghadapi tantangan dalam menentukan faktor yang stabil dan relevan secara empiris. Penelitian ini menyimpulkan bahwa perbedaan karakteristik pasar, perilaku investor, kondisi makroekonomi, serta variasi metodologi penelitian menjadi penyebab utama inkonsistensi hasil empiris antar model. Temuan ini menegaskan bahwa pemilihan model penilaian saham perlu disesuaikan dengan konteks pasar dan tujuan analisis, serta menekankan pentingnya pendekatan komparatif dan kontekstual dalam analisis portofolio di pasar modal Indonesia.

Kata kunci: Model Penilaian Saham, CAPM, Fama–French, Carhart, APT, Systematic Literature Review

PENDAHULUAN

Perkembangan pasar modal Indonesia dalam satu dekade terakhir (2014–2025) ditandai dengan transformasi struktural yang signifikan, **dipicu** oleh digitalisasi layanan investasi dan lonjakan partisipasi investor ritel. Namun, inklusivitas ini membawa

kompleksitas baru berupa volatilitas ekstrem yang dipengaruhi oleh guncangan global, mulai dari pandemi COVID-19, lonjakan inflasi, hingga kebijakan tarif Amerika Serikat yang memicu fragmentasi perdagangan. Fenomena ini menciptakan tantangan besar dalam menentukan model

penilaian aset yang akurat, mengingat pasar berkembang seperti Indonesia sering kali menunjukkan anomali yang tidak selaras dengan teori klasik. Hal ini sejalan dengan pandangan Fama dan French (2020) yang menegaskan bahwa pasar maju dan berkembang menunjukkan sensitivitas risiko yang berbeda, sehingga model yang akurat pada satu pasar belum tentu konsisten pada pasar lain. Ketidakpastian ini diperumit oleh perilaku investor yang tidak selalu rasional, di mana Chen dan Zimmermann (2021) menyoroti bahwa stabilitas faktor risiko sangat bergantung pada kedalaman pasar, likuiditas, dan perilaku investor yang spesifik di tiap wilayah.

Di tengah keragaman metodologi dan hasil empiris yang tidak seragam, urgensi untuk meninjau kembali relevansi faktor risiko tradisional menjadi semakin mendesak. Penelitian Yusma dan Holiawati (2019) menunjukkan bahwa variabel tradisional seperti beta terkadang tidak berpengaruh signifikan terhadap return, sementara faktor non-keuangan seperti keberlanjutan mulai menjadi determinan penting menurut Nofryanti et al. (2023). Mengingat tidak adanya model tunggal yang memiliki superioritas universal baik itu CAPM, Fama–French, Carhart, maupun APT pendekatan *Systematic Literature Review* (SLR) menjadi instrumen krusial untuk memetakan tren akademik selama satu dekade terakhir secara objektif. Melalui sintesis yang sistematis, penelitian ini bertujuan menjembatani kesenjangan antara teori dan realitas pasar Indonesia yang dinamis, memberikan landasan bagi investor dalam pengambilan keputusan portofolio, serta bagi pembuat kebijakan dalam menjaga stabilitas sistem keuangan di tengah ketidakpastian geopolitik global.

TINJAU PUSTAKA

Teori Pasar Modal dan Risiko-Return

Pasar modal merupakan fondasi utama ekonomi yang memfasilitasi pertemuan antara pemilik surplus dana dengan pihak yang membutuhkan melalui instrumen keuangan jangka panjang, di mana menurut Fabozzi dan Drake (2021), fungsinya mencakup pembentukan harga efisien serta transfer risiko. Dinamika pasar modern kini semakin kompleks akibat interaksi investor dan inovasi digital yang mempercepat *price discovery*, sehingga Shleifer dan Vishny (2020) berpendapat bahwa pergerakan harga kini turut dipengaruhi oleh sentimen dan volatilitas makroekonomi melebihi sekadar faktor fundamental. Dalam kerangka risiko, Berk dan DeMarzo (2022) menekankan bahwa hanya risiko sistematis yang mendapatkan kompensasi return karena tidak dapat didiversifikasi, selaras dengan prinsip Campbell et al. (2022) yang memandang model penilaian aset sebagai upaya formal memprediksi imbal hasil berdasarkan estimasi risiko. Meskipun Fama (2021) mengonsepan efisiensi pasar melalui tiga bentuk informasi, kenyataan di lapangan menunjukkan bahwa efisiensi bersifat spektrum; Barberis (2020) mencatat bahwa pada pasar yang kurang likuid, model sederhana sering kali gagal, sementara Asness, Frazzini, dan Pedersen (2021) menyoroti persistensi anomali seperti momentum yang menantang teori tradisional. Pada akhirnya, variasi risiko antarnegara yang ditemukan oleh Ferson dan Lin (2022) mempertegas bahwa tidak ada model penilaian aset yang bersifat universal, menuntut pemahaman mendalam terhadap berbagai faktor risiko multifaktor untuk menangkap realitas pasar secara akurat.

Model Penilaian Aset

Model penilaian aset telah berkembang dari model faktor tunggal yang sederhana menuju kerangka multifaktor yang kompleks guna menangkap anomali pasar dan dinamika ekonomi modern. Campbell, Giglio, dan Polk (2020) menjelaskan bahwa evolusi ini dipicu oleh ketidakmampuan model tradisional dalam menjelaskan faktor risiko baru yang muncul akibat perilaku investor dan perubahan regulasi. Sebagai dasar historis, Capital Asset Pricing Model (CAPM) yang diperkenalkan oleh Sharpe, Lintner, dan Mossin tetap menjadi standar referensial karena kesederhanaannya dalam menghubungkan risiko sistematis (β) dengan *return* yang diharapkan, di mana Berk dan DeMarzo (2022) menegaskan bahwa hanya risiko pasar yang tidak dapat didiversifikasi inilah yang layak mendapatkan kompensasi imbal hasil.

Namun, keterbatasan CAPM dalam menjelaskan variasi *return* mendorong lahirnya model-model multifaktor yang lebih akurat secara empiris:

- *Fama–French Three-Factor Model (FF3)*: Model ini menambahkan faktor ukuran perusahaan (*Size/SMB*) dan nilai (*Value/HML*). Fama dan French (1992) membuktikan bahwa perusahaan kecil dan berasio *book-to-market* tinggi secara konsisten menghasilkan *return* lebih besar daripada prediksi CAPM.
- *Fama–French Five-Factor Model (FF5)*: Dikembangkan pada 2015, model ini memperluas FF3 dengan memasukkan faktor profitabilitas (*RMW*) dan investasi (*CMA*). Hou, Xue, dan Zhang (2020) mendukung ini dengan argumen bahwa keputusan fundamental perusahaan mencerminkan sensitivitas terhadap risiko ekonomi makro.

- *Carhart Four-Factor Model*: Model ini mengintegrasikan aspek psikologi pasar dengan menambahkan faktor momentum (*WML*). Asness, Frazzini, dan Pedersen (2021) mencatat bahwa momentum adalah anomali paling persisten yang mencerminkan bias perilaku investor seperti reaksi berlebih (*overreaction*) terhadap tren.
- *Arbitrage Pricing Theory (APT)*: Berbeda dengan model sebelumnya, APT yang dikembangkan Stephen Ross menawarkan fleksibilitas tanpa jumlah faktor yang kaku. Beakaert, Hodrick, dan Zhang (2021) menilai APT sangat relevan untuk pasar berkembang karena kemampuannya mengakomodasi variabel makro seperti inflasi dan nilai tukar yang sering kali volatil.

Secara keseluruhan, literatur menunjukkan bahwa performa model-model ini bersifat kontekstual. Di pasar berkembang seperti Indonesia, faktor perilaku (momentum) dan sensitivitas makro (APT) sering kali memberikan penjelasan yang lebih kuat dibandingkan model fundamental murni, terutama karena dominasi investor ritel dan volatilitas ekonomi domestik. Ketidakkonsistenan performa model di berbagai pasar inilah yang memperkuat urgensi penggunaan pendekatan SLR untuk memetakan relevansi setiap model secara sistematis.

Anomali Pasar

Anomali pasar merupakan penyimpangan harga yang menantang teori efisiensi pasar dan menjadi katalis utama evolusi model penilaian aset dari faktor tunggal menuju multifaktor. Asness, Frazzini, dan Pedersen (2021) menyoroti anomali momentum sebagai fenomena global yang persisten, di mana tren kinerja masa lalu berlanjut ke masa depan, sementara Ferson dan Lin (2022) mengidentifikasi anomali reversal

sebagai dampak dari reaksi berlebihan (*overreaction*) investor ritel. Selain itu, Fama dan French (2020) menjelaskan bahwa anomali ukuran (*size*) dan nilai (*value*) muncul karena pasar menuntut premi risiko lebih tinggi atas ketidakpastian fundamental dan risiko kebangkrutan (*financial distress*). Ketidakmampuan model tradisional juga terlihat pada anomali volatilitas rendah (*low volatility*), di mana menurut Blitz dan Vliet (2020), saham berisiko rendah justru sering menghasilkan imbal hasil lebih tinggi karena adanya kesalahan harga (*underpriced*). Ditambah dengan anomali kalender dan anomali perilaku seperti *herding* yang dipaparkan oleh Barberis (2020), terlihat jelas bahwa perilaku irasional investor menciptakan pola imbal hasil yang tidak dapat dijelaskan hanya oleh beta pasar. Akibatnya, keterbatasan CAPM mendorong lahirnya model multifaktor seperti Fama-French dan Carhart yang mengintegrasikan faktor fundamental serta perilaku untuk menangkap risiko sistematis secara lebih akurat dalam kondisi pasar yang dinamis.

Penelitian Terdahulu

Penelitian lintas negara oleh Gupta (2021) menegaskan bahwa tidak ada model penilaian aset yang memiliki akurasi universal, di mana CAPM cenderung hanya efektif pada kondisi pasar stabil, sementara model multifaktor seperti FF3 dan Carhart lebih unggul dalam menangkap variasi *return* di pasar yang volatil. Di Indonesia, studi Virni Sagita et al. (2024) dan Dewi et al. (2025) menunjukkan bahwa CAPM memiliki kemampuan penjelasan yang terbatas akibat sensitivitas pasar domestik terhadap faktor eksternal, sehingga Arbitrage Pricing Theory (APT) menjadi lebih relevan karena fleksibilitasnya dalam mengintegrasikan variabel makro seperti inflasi dan nilai

tukar. Sejalan dengan itu, Maulana et al. (2025) menemukan bahwa Fama–French Five-Factor Model (FF5) memberikan nilai tambah signifikan melalui faktor profitabilitas dan investasi, terutama pada perusahaan dengan struktur keuangan kompleks. Namun, seluruh literatur sepakat bahwa efektivitas faktor-faktor tersebut bersifat kontekstual dan sangat dipengaruhi oleh struktur industri, regulasi, serta perilaku investor di masing-masing negara. Ketidakkonsistenan hasil empiris yang dipicu oleh perbedaan metodologi dan periodisasi penelitian ini memperkuat urgensi penggunaan pendekatan Systematic Literature Review (SLR) untuk memetakan stabilitas faktor risiko dan menentukan model yang paling adaptif bagi dinamika pasar modal Indonesia.

Research Gap

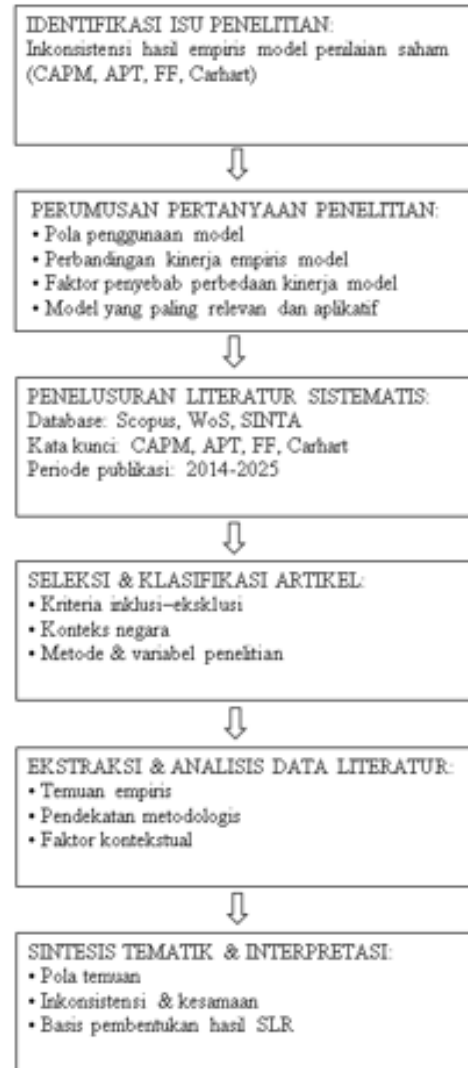
Kesenjangan penelitian dalam literatur penilaian aset berakar pada tidak adanya model yang memiliki akurasi universal, di mana ketidakkonsistenan performa antara CAPM dan model multifaktor (FF3, FF5, Carhart, dan APT) masih menjadi isu teoretis utama yang belum terpecahkan. Secara metodologis, terdapat fragmentasi akibat perbedaan frekuensi data, teknik analisis, serta cakupan sektoral yang tidak seragam, sebagaimana terlihat pada perbedaan temuan antara Virni Sagita et al. (2024) dan Dewi et al. (2025). Selain itu, terdapat kesenjangan konteks pasar yang signifikan, terutama dalam memahami bagaimana karakteristik unik pasar berkembang seperti Indonesia yang didominasi investor ritel mempengaruhi stabilitas faktor risiko dibandingkan pasar maju. Penelitian terdahulu juga cenderung terfragmentasi karena jarang membandingkan kelima model utama secara simultan dalam satu kerangka analisis, serta masih minim

mengintegrasikan faktor perilaku investor (*herding* dan *overreaction*) serta bias temporal akibat periode krisis (seperti pandemi COVID-19) ke dalam evaluasi model. Oleh karena itu, penelitian ini menggunakan pendekatan *Systematic Literature Review* (SLR) untuk menjembatani kesenjangan tersebut dengan menyintesis temuan lintas-sektor dan lintas-periode guna memberikan gambaran komprehensif mengenai model penilaian aset yang paling adaptif di pasar modal Indonesia.

Rerangka Konseptual

Rerangka konseptual penelitian ini dirancang sebagai konstruksi logis yang memandu seluruh proses penelitian kualitatif berbasis *Systematic Literature Review* (SLR). Alur berpikir dimulai dari tahap Input, yaitu pengumpulan teori dasar (CAPM, Fama–French, Carhart, dan APT) serta identifikasi permasalahan terkait ketidakkonsistenan temuan empiris pada literatur periode 2014–2025, khususnya di pasar berkembang seperti Indonesia. Selanjutnya, pada tahap Proses, peneliti melakukan analisis sistematis mengikuti pedoman PRISMA dan teknik analisis data Miles, Huberman, dan Saldaña (2014), yang meliputi reduksi, penyajian, dan kategorisasi literatur untuk menyaring pola konsistensi serta celah teoretis. Rerangka ini kemudian bermuara pada tahap Output, yang menghasilkan sintesis mendalam mengenai dinamika risiko-return dan pemetaan keunggulan relatif masing-masing model penilaian aset. Sebagai peta operasional, rerangka ini tidak bertujuan menguji hubungan kausal, melainkan berfungsi sebagai alat navigasi ilmiah untuk memahami bagaimana interaksi antara karakteristik pasar, metodologi, dan perilaku investor menciptakan variasi performa model secara global maupun domestik.

Kerangka Alur Penelitian



Gambar tidak merepresentasikan model konseptual penelitian, melainkan kerangka alur penelitian yang menggambarkan proses sistematis dalam melakukan sintesis literatur.

METODE PENELITIAN

Rancangan Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan kualitatif dengan desain *Systematic Literature Review* (SLR) untuk mengeksplorasi keragaman temuan empiris model penilaian aset tanpa berorientasi pada pengujian hipotesis statistik. Sejalan dengan pemikiran Sugiyono (2020), desain ini dipilih untuk memahami fenomena

akademik yang kompleks secara holistik dan kontekstual melalui data tekstual serta konseptual. Fokus utama penelitian bukanlah menetapkan model yang unggul secara universal, melainkan melakukan pemetaan terhadap pola, kecenderungan, dan logika ilmiah di balik fragmentasi hasil penelitian terdahulu mengenai CAPM, Fama–French, dan APT. Untuk menjaga transparansi dan akuntabilitas dalam integrasi literatur, penelitian ini mengadopsi alur PRISMA (*Preferred Reporting Items for Systematic Reviews and Meta-Analyses*) sebagai panduan teknis operasional dalam tahap identifikasi, seleksi, hingga penyaringan artikel. Melalui rancangan ini, peneliti bertindak sebagai instrumen utama dalam menyintesis literatur guna menjawab pertanyaan penelitian secara mendalam, reflektif, dan sistematis.

Unit Analysis

Unit analisis dalam penelitian ini ditetapkan pada artikel ilmiah hasil penelitian empiris yang dipublikasikan dalam jurnal akademik bereputasi periode 2014–2025, bukan pada individu atau entitas perusahaan. Sejalan dengan prinsip Sugiyono (2020), setiap artikel diperlakukan sebagai sumber data utama yang merepresentasikan argumen ilmiah dan temuan terkait kinerja model CAPM, Fama–French, Carhart, serta APT secara holistik. Pemilihan unit analisis dilakukan secara ketat melalui kriteria inklusi, yaitu artikel yang menyajikan metodologi eksplisit pada pasar modal (khususnya Indonesia dan pasar global sebagai pembanding), serta kriteria eksklusi yang mengeluarkan artikel konseptual murni tanpa pengujian empiris. Dengan memposisikan dokumen sebagai representasi logika ilmiah yang mencakup konteks pasar, periode, dan metodologi, penelitian ini mampu menjaga konsistensi interpretasi

dalam membangun sintesis makna yang komparatif dan mendalam (Sugiyono, 2018).

Partisipan Penelitian

Dalam penelitian kualitatif berbasis *Systematic Literature Review* (SLR) ini, partisipan penelitian didefinisikan secara konseptual sebagai penulis dan hasil pemikiran yang tertuang dalam artikel ilmiah terpilih, bukan sebagai responden individu. Sejalan dengan pandangan Sugiyono (2020), dokumen diperlakukan sebagai subjek data di mana partisipasi ilmiah diwujudkan melalui kontribusi temuan empiris pada model CAPM, Fama–French, Carhart, atau APT yang telah terdokumentasi. Penentuan partisipan dilakukan menggunakan teknik *purposive sampling* berbasis kriteria kualitas, yakni artikel dengan afiliasi akademik jelas yang diterbitkan dalam jurnal melalui proses *peer-review* pada *database* bereputasi seperti Scopus atau Google Scholar. Lokasi penelitian pun bergeser dari ruang geografis ke ruang basis data ilmiah, di mana setiap partisipan membawa perspektif empiris yang kemudian dianalisis secara tematik untuk menemukan pola konsistensi maupun inkonsistensi temuan (Sugiyono, 2019).

Teknik Pengumpulan Data

Teknik pengumpulan data dalam penelitian ini dilakukan secara sistematis melalui desain *Systematic Literature Review* (SLR) dengan mengadopsi protokol PRISMA untuk menjamin transparansi dan akuntabilitas. Data diperoleh sepenuhnya dari sumber sekunder berupa artikel jurnal ilmiah yang diakses melalui basis data bereputasi seperti Scopus, Web of Science, dan Google Scholar dengan rentang waktu pencarian Juli hingga November 2025. Proses dimulai dengan

tahap identifikasi yang menjangkau 133 artikel menggunakan kata kunci spesifik terkait model penilaian aset (CAPM, APT, Fama-French, dan Carhart), diikuti dengan penyaringan judul serta abstrak berdasarkan kriteria inklusi dan eksklusi. Selanjutnya, dilakukan telaah teks lengkap (*full-text review*) untuk menilai kelayakan metodologis dan relevansi empirisnya terhadap pasar modal Indonesia maupun global. Hasil akhir dari proses seleksi ketat ini menyisakan 32 jurnal berkualitas yang kemudian diekstraksi datanya untuk disintesis. Pendekatan dokumentasi sistematis ini sejalan dengan prinsip Sugiyono (2020) yang menekankan pentingnya kredibilitas dan keterlacakan sumber data dalam penelitian kualitatif non-lapangan.

Teknik Pengorganisasian dan Analisis Data

Proses pengorganisasian dan analisis data dalam penelitian ini dilakukan secara sistematis melalui empat tahapan utama, yaitu penetapan tujuan, seleksi literatur, pengolahan data, dan interpretasi hasil. Setelah artikel terkumpul, data diorganisasikan ke dalam matriks kerja berdasarkan klasifikasi tahun, konteks pasar, dan metodologi untuk menjamin konsistensi analisis (Sugiyono, 2020). Pencarian pustaka diperdalam menggunakan teknik *backward* dan *forward citation* untuk melacak evolusi teori dari dasar hingga perkembangan terkini, guna menghindari bias dan memastikan cakupan yang komprehensif (Webster dan Watson, 2002). Analisis data kualitatif dilakukan melalui reduksi data untuk memfokuskan pada informasi relevan, diikuti dengan pengkodean (*coding*) tematik guna mengelompokkan temuan seperti kinerja CAPM atau fleksibilitas APT. Tahap akhir melibatkan penyajian data dalam bentuk

narasi analitis dan tabel sintesis yang kemudian diinterpretasikan secara reflektif untuk menghasilkan pemahaman mendalam mengenai relevansi model penilaian aset dalam dinamika pasar modal modern (Richardson, 2005; Sugiyono, 2020).

Teknik Pemantapan Kredibilitas Penelitian

Pemantapan kredibilitas dalam penelitian ini dilakukan untuk menjamin keabsahan temuan melalui pendekatan yang sistematis dan transparan. Teknik utama yang digunakan adalah triangulasi sumber dan metode secara konseptual, di mana peneliti membandingkan temuan dari berbagai artikel yang mengkaji model penilaian aset yang sama namun pada konteks pasar, periode, dan teknik estimasi yang berbeda (Sugiyono, 2020). Penelitian ini mengadopsi standar PRISMA dan prosedur Tranfield et al. (2003) untuk memastikan seleksi literatur yang eksplisit, objektif, dan dapat direplikasi, sehingga meminimalkan bias seleksi. Selain itu, landasan teoritis diperkuat melalui teknik *backward-forward citation* sesuai rekomendasi Webster dan Watson (2002) guna menjangkau literatur seminal hingga perkembangan empiris terkini. Melalui dokumentasi alur kerja yang ketat dan pemeriksaan konsistensi analisis secara berulang, penelitian ini berupaya menghasilkan sintesis yang kredibel serta memiliki validitas internal yang kuat dalam memetakan kemampuan model CAPM dan multifaktor.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Pelaksanaan Penelitian

Pelaksanaan penelitian ini dilandasi oleh realitas fragmentasi temuan empiris pada model penilaian aset (CAPM, Fama-French, Carhart, dan

APT) yang menunjukkan ketidakkonsistenan performa saat diterapkan pada konteks pasar maju maupun berkembang. Menggunakan pendekatan Systematic Literature Review (SLR) kualitatif, penelitian ini mengintegrasikan perangkat lunak Publish or Perish (POP) untuk menjaring literatur dari basis data Scopus dan Google Scholar, yang kemudian diperdalam melalui teknik *backward* dan *forward citation* guna menjamin cakupan penelitian dari level seminal hingga mutakhir. Seluruh data yang terkumpul melalui proses pencarian sistematis (Juli–Desember 2025) diorganisasikan ke dalam kertas kerja untuk dilakukan proses coding tematik berdasarkan model, metodologi, dan konteks pasar, serta divalidasi kredibilitasnya melalui seleksi ketat indeksasi jurnal (Q1–Q4 dan SINTA). Berdasarkan protokol PRISMA, dari total 133 artikel yang teridentifikasi awal, sebanyak 101 artikel dieksklusi karena kendala akses, kualitas indeksasi, maupun ketidaksesuaian topik, sehingga menghasilkan 32 artikel akhir yang dinilai layak untuk disintesis guna menjawab rumusan masalah secara komprehensif, transparan, dan akuntabel.

Hasil Penelitian

Bagian hasil penelitian ini menyajikan sintesis dari 32 artikel ilmiah yang terpilih melalui seleksi ketat berbasis standar kualitas akademik dan relevansi empiris. Dari total 133 artikel awal, proses filtrasi menyisakan 18 artikel terindeks Scopus dan 14 artikel terindeks SINTA, sementara 101 artikel lainnya dieksklusi karena tidak memenuhi kriteria indeksasi maupun relevansi terhadap model penilaian aset (CAPM, Fama–French, Carhart, dan APT). Paparan data deskriptif menunjukkan tren dominasi penggunaan

model multifaktor pada literatur pasca-2020, yang mencerminkan pergeseran fokus akademis menuju dimensi risiko yang lebih kompleks, meskipun CAPM tetap dipertahankan sebagai tolok ukur fundamental. Secara kontekstual, studi pada pasar berkembang—termasuk Indonesia—menampilkan variasi hasil empiris yang lebih tinggi dibandingkan pasar maju, yang menegaskan bahwa struktur institusional dan karakteristik pasar sangat memengaruhi daya jelaskan masing-masing model terhadap *return* saham (Fama & French, 2021; Hou et al., 2021; Moher et al., 2022).

Hasil analisis data terhadap 32 artikel terpilih menunjukkan bahwa kinerja model penilaian aset sangat bergantung pada tingkat efisiensi dan karakteristik unik tiap pasar, sehingga tidak ditemukan satu pun model yang bersifat universal. Di negara maju, model Fama–French lima faktor (FF5) mendominasi dengan peluang kemenangan mutlak 100%, yang menegaskan bahwa pada pasar yang efisien, risiko pasar tunggal (CAPM) tidak lagi memadai untuk menjelaskan variasi *return* saham. Sebaliknya, pada pasar berkembang, distribusi kinerja model jauh lebih heterogen di mana FF5 (60%) dan FF3 (47,37%) menunjukkan performa kuat, namun CAPM (40%) masih memiliki tingkat akurasi yang signifikan akibat volatilitas tinggi dan pengaruh faktor lokal. Menariknya, pada konteks pasar modal Indonesia, CAPM justru menunjukkan relevansi yang sangat kuat dengan peluang kemenangan 66,67%—setara dengan FF5—yang dipicu oleh kondisi pasar *weak-form efficiency*, dominasi investor ritel, serta stabilitas estimasi model sederhana pada sampel data yang terbatas. Keterbatasan utama dalam literatur, khususnya di Indonesia, adalah minimnya adopsi model multifaktor lanjutan seperti Carhart (C4F) dan FF6 akibat kendala

akses data historis dan kompleksitas pembentukan portofolio faktor. Secara keseluruhan, temuan ini menunjukkan bahwa relevansi model *asset pricing* bersifat kontekstual, di mana model sederhana sering kali lebih aplikatif di pasar berkembang dibandingkan model kompleks yang dirancang untuk pasar maju.

Pembahasan Penelitian

Bagian pembahasan ini mengintegrasikan temuan dari 32 artikel jurnal untuk memberikan penalaran mendalam mengenai dinamika model penilaian aset. Secara teoretis, penelitian ini menegaskan bahwa tidak ada model universal; kinerja model sangat bergantung pada struktur pasar dan perilaku investor. Di negara maju, model multifaktor (Fama–French 3 & 5 faktor) unggul karena efisiensi pasar yang tinggi menuntut dimensi risiko yang lebih kaya. Sebaliknya, di pasar berkembang seperti Indonesia, CAPM tetap relevan dan kompetitif. Hal ini disebabkan oleh kondisi *weak-form efficiency*, dominasi investor ritel, dan keterbatasan data historis untuk faktor risiko kompleks seperti momentum atau profitabilitas. Analisis ini menunjukkan bahwa dominasi CAPM di Indonesia adalah respons rasional terhadap karakteristik pasar domestik yang volatil, di mana model sederhana sering kali memberikan estimasi yang lebih *robust* dan konsisten dibandingkan model yang lebih kompleks.



SIMPULAN, KETERBATASAN, DAN IMPLIKASI

Kesimpulan

Penelitian ini menyimpulkan bahwa keragaman temuan empiris pada model CAPM, APT, Carhart, dan Fama–French dalam literatur keuangan periode 2014–2025 bukanlah sebuah anomali metodologis, melainkan fenomena sistematis yang sangat bergantung pada konteks pasar. Melalui pendekatan Systematic Literature Review (SLR), ditemukan bahwa tidak ada model penilaian aset yang bersifat universal; masing-masing memiliki keunggulan inheren, seperti kesederhanaan CAPM sebagai *benchmark* dasar hingga daya jelaskan tinggi pada model multifaktor (Fama–French dan Carhart) yang mampu menangkap dimensi risiko profitabilitas dan momentum. Khusus

dalam konteks pasar modal Indonesia, ketidakkonsistenan akurasi model dipicu oleh keterbatasan efisiensi pasar, heterogenitas perilaku investor, dan variasi desain metodologis, sehingga model yang lebih kompleks tidak selalu menjamin keunggulan empiris mutlak atas model klasik. Dengan demikian, penelitian ini menegaskan bahwa validitas model *asset pricing* harus dimaknai secara dinamis dan kontekstual, yang membuka peluang bagi pengembangan model lebih adaptif dengan mengintegrasikan faktor risiko lokal dan pendekatan keuangan perilaku guna menjawab kebutuhan akademik serta praktis di pasar berkembang.

Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini memiliki sejumlah keterbatasan yang perlu diperhatikan dalam menafsirkan hasil akhirnya. Pertama, adanya kendala aksesibilitas literatur, di mana kebijakan *paywall* pada sejumlah penerbit jurnal internasional membatasi perolehan artikel secara utuh, sehingga memicu potensi *selection bias* pada data yang dianalisis. Kedua, hasil sintesis ini sangat bergantung pada kualitas dan heterogenitas metodologi penelitian terdahulu; perbedaan desain penelitian, proksi, dan teknik estimasi dalam 32 artikel terpilih menciptakan tantangan dalam menyamaratakan konsistensi temuan secara absolut. Terakhir, penelitian ini bersifat sintesis konseptual-empiris tanpa melibatkan pengujian statistik langsung terhadap data pasar modal Indonesia, sehingga kesimpulan yang dihasilkan merupakan interpretasi atas data sekunder yang perlu divalidasi lebih lanjut melalui riset kuantitatif di masa depan.

Implikasi Penelitian

Penelitian ini menghasilkan implikasi luas yang mencakup ranah teoretis, praktis, dan akademik, dengan

fokus utama pada dekonstruksi model universal dalam penilaian aset. Secara teoretis, temuan ini mengonfirmasi kelemahan asumsi pasar efisien dan rasionalitas sempurna, terutama di pasar berkembang, serta memberikan justifikasi kuat bagi penggunaan pendekatan pluralistik yang mengombinasikan berbagai model untuk menangkap realitas pasar yang kompleks. Secara praktis, penelitian ini menjadi panduan bagi investor dan manajer investasi di Indonesia untuk tidak terpaku pada model tunggal (CAPM), melainkan mengintegrasikan model multifaktor (Fama–French dan Carhart) guna memitigasi bias estimasi akibat volatilitas tinggi dan perilaku investor yang heterogen. Terakhir, secara akademik, studi ini menetapkan landasan bagi riset masa depan untuk mengeksplorasi faktor risiko lokal dan menggunakan pendekatan *mixed-methods* guna menghasilkan model penilaian aset yang lebih adaptif dan kontekstual terhadap dinamika pasar domestik.

DAFTAR PUSTAKA

- Comparison of the CAPM and Multi-Factor Fama–French Models for the Valuation of Assets in the Industries with the Highest Number of Transactions in the US Market. (2025). *International Journal of Financial Studies*.
- The Empirical Explanatory Power of CAPM and the Fama and French Three-Five Factor Models in the Moroccan Stock Exchange. (2023). *International Journal of Financial Studies*.
- Pricing Ability of Carhart Four-Factor and Fama–French Three-Factor Models: Empirical Evidence from Morocco. (2023). *International Journal of Financial Studies*.
- An Empirical Evaluation of the Fama–

- French Five-Factor Model in the Indian Equity Market: Evidence from NSE-Listed Stocks. (2025). *Journal of Economics, Finance and Management Studies*.
- A comparison of CAPM and Fama-French three-factor model under Machine Learning approaching. (2023). *Journal of Eastern European and Central Asian Research*.
- Testing multifactor asset pricing models in the stock market. (2024). *Corporate & Business Strategy Review*.
- Application and Empirical Analysis of Asset Pricing Models in the Chinese Stock Market. (2024). Warwick Evan Publishing.
- Review of Asset Pricing Theory and Empirical Research. (2021). Proceedings of the 2022 international conference on mathematical statistics and economic analysis.
- Empirical Asset Pricing Models: Evidence from the Chinese Stock Market. (2023). *BCP Business and management*.
- Research on Return Forecasting and Portfolio Construction in China's A-Share Market: Based on CAPM and Fama-French Three-Factor Models. (2025). *SHS Web of Conferences* 2018.
- Comparison Study on Asset Pricing Model in Chinese Stock Market: CAPM and Fama-French Model. (2019). *Global Review of Accounting and Finance*.
- Digesting Anomalies in Emerging European Markets: A Comparison of Factor Pricing Models. (2016). *Emerging Markets Review*.
- CAPM and Fama-French Three-Factor Model: A Dual Examination of Risk-Return Predictive Capabilities in the Bangladesh Capital Market. (2024). *Journal of financial markets and governance*.
- THE FOUR-FACTOR MODEL AND STOCK RETURNS IN BANGLADESH. (2021). *International journal of accounting and finance review*.
- Evaluating CAPM: Strengths, Limitations, and Alternative Asset Pricing Models. (2025). *Advances in economics management and political sciences*.
- The Performance of Fama-French Asset Pricing Models in the Chinese Stock Market. (2024). *Journal books proceedings*.
- Empirical Testing of the Five-Factor Model of Fama and French in Indonesia as an Emerging Capital Market. (2020). *Journal of Economics and Business*.
- Analisis Perbandingan Keakuratan Metode CAPM dan APT Dalam Memprediksi Return Saham Farmasi Terdaftar di BEI Periode Tahun 2019–2021. (2022). *INOVATOR*.
- EVALUATING THE EFFECTIVENESS OF CAPM AND APT FOR RISK MEASURING AND ASSETS PRICING. (2020). *Financial Risk and Management Reviews/Conscientia Beam*.
- The Capital Asset Pricing Model and the Arbitrage Pricing Model: A critical Review. (Tidak tercantum). —.
- CAPITAL ASSET PRICING MODEL: EMPIRICAL STUDY ON DOW JONES INDUSTRIAL SECURITIES. (2011). *Ekonomika, Journal for economic theory and practice and social issues*.
- Empirical Tests of the Capital Asset Pricing Model (CAPM) Using Data From New York Stock Exchange Market. (2012).

- University Of Newcastle.
Theoretical analysis and comparison of CAPM and APT and their roles in risk management. (2021). Politecnico di Torino.
- An Analysis and Comparison of Multi-Factor Asset Pricing Model Performance during Pandemic Situations in Developed and Emerging Markets. (2022). MDPI/Matematics.
- Describing model relations: The case of the capital asset pricing model (CAPM) family in financial economics. (2023). Elsevier/Studies in history and philosophy of science.
- Asset Pricing with Dynamic CAPM: An Application to 49 US Industry Portfolios. (2010). —.
- A COMPARATIVE ANALYSIS OF ASSET PRICING MODELS EXPLORING FIT WITHIN INDIAN MUTUAL FUNDS. (2025). Academy of Marketing Studies Journal.
- A Comparative Study of CAPM Based on the US Stock Market. (2024). Advances in economics management and political sciences.
- Testing the validity of CAPM in Indian stock markets. (2015). Economic Consultant.
- Reassessment of CAPM Relative Accuracy: Comparative Study with Actual Price Movement in Indonesia (2019–2022). (2024). International Journal of Multidisciplinary Research and Publications.
- The Asset Pricing Mechanism in Japan's Stock Market: A New Test of Arbitrage Pricing Theory. (1987). Monetary and Economic Studies.
- Impact of consumer confidence on the expected returns of the Tokyo Stock Exchange: A comparative analysis of consumption and production-based asset pricing models. (2020). PLOS ONE.
- Can We Resurrect the CAPM in Japan? Evaluating Conditional Asset Pricing Models by Incorporating Time-varying Price of Risk. (2009). —.
- Empirical analysis of capital assets pricing model. (2009). EconStor.
- Empirical analysis of capital assets pricing model (CAPM) as a tool for valuation of a company's returns. (2017). Net Journals.
- Analysis and Comparison of Capital Asset Pricing Model and Arbitrage Pricing Theory Model. (2023). Proceeding of the 2022 4th international conference on economic management and cultural industry.
- Conventional and downside CAPM: The case of London stock exchange. (2022). —.
- Comparison on Asset Pricing Models: Application of CAPM, Fama-French 3 factors model and Fama-French 5 factors model. (2023). Boya Century Publishing.
- Comparing CAPM Dan APT di Chinese Stock. (2012). —.
- Comparison of CAPM and Fama-French Three-Factor Model in Investment Portfolios Prediction. (2022). Boya Century Publishing.
- Simple Portfolio Strategies Utilizing Inflation Factor in Japanese Equity Market. (2011). —.
- Impact of Cross-Listings on Chinese Stock Return A and N shares rate of return comparison. (2018). —.
- Comparative Analysis of CAPM and the Fama-French Three-Factor Model: Explanatory Power and Practical Applications in Asset Pricing. (2025). ICFRIM 2025.
- Capital Asset Pricing Model (CAPM) Versus FF Three Factor Model:

- The Choice of Asset Pricing Model for Bank Stocks at Nairobi Securities Exchange-2022. (2022). American Research Journals.
- Do CAPM vs APT better in Predicting Stock Return in Pakistan. (2023). Karachi University Business School.
- Mean-Reversion Risk, Autocorrelation APT and the Autocovariance CAPM. (2020). —.
- Dal CAPM ai modelli multifattoriali: una verifica empirica (An Empirical Test to Single and Multifactor CAPM Models in the Italian Stock Market). (2017). —.
- Multifactor Models and Their Consistency with the APT. (2020). The Oxford University Press.
- APT - Evidencia Empírica En El Análisis Del ROA En Una Empresa De Servicios Públicos Domiciliarios De Acueducto Y Alcantarillado (APT - Empirical Evidence in the Analysis of the Return on Assets (ROA) in a Business of Residential Public Services). (2015). —.
- From the CAPM to Fama-French: A Road Paved with Leverage. (2016). Market Intelligence and planning.
- The Arbitrage Pricing Theory (APT) with Arbitrage Opportunities. (2024). Independen.
- The Rise and Fall of the Arbitrage Pricing Theory. (2014). Sonoma State University.
- Markowitz and the CAPM. (2024). Gabelli School of Business.
- Empirical Asset Pricing Review. (2015). University of Wisconsin-Madison.
- The Popularity Asset Pricing Model. (2019). Yale School of Management.
- The Investment CAPM. (2017). European Financial Management.
- Using CAPM: Do's and Don'ts. (2023). —.
- Risk-Adjusting the Returns of Private Equity Using the CAPM and Multi-Factor Extensions. (2015). Finance Research Letter.
- Arbitrage Pricing Theory and the Capital Asset Pricing Model: A Comparative Study in the Indian Scenario. (2017). Symbiosis Institute of Business Management.
- The CAPM and CAPM-Related Models. (2024). —.
- Instantaneous Arbitrage and the CAPM. (2019). Social Science Research Network.
- Local, Global, and International CAPM: For Which Countries Does Model Choice Matter?. (2017). Journal of Investment Management.
- A Conditional Higher-Moment CAPM. (2022). International Review of Financial Analysis.
- Revisiting CAPM and FAMA French Three Factor Model in Indian Equity Market. (2016). Business Analyst.
- Sentiment-APT Investors and UK Sector Returns. (2020). International Journal of Finance and Economics.
- Observable Implications of the Conditional CAPM. (2020). Social Science Research Network.
- Diversification Benefit and Return Performance of REITs Using CAPM and Fama-French: Evidence from Turkey. (2017). Borsa Istanbul Review.
- Is Five Better Than Three?: An Inquiry Into The Explanatory Powers of CAPM And Fama French Multi-Factor Models. (2024). BCP Business and management.
- Is More Always Better? An Empirical Investigation of the CAPM and the Fama-French Three-Factor Model in Indonesia. (2018). International Conference on Economics, Business and Economic

- Education.
- Implement Fama and French and Capital Asset Pricing Models in Saudi Arabia Stock Market. (2015). *Journal of Applied Business Research*.
- Salmon futures and the Fish Pool market in the context of the CAPM and the Fama & French Three-Factor Model. (2015). *Aquaculture Economics and Management*.
- Modelling Stock Returns in India: Fama and French Revisited. (2017). *Pacific Business Review International*.
- Empirical Applicability of the FAMA-French Three-Factor Model in the Indian Equity Market. (2024). *SSRN Electronic Journal*.
- Asset Pricing Models in China Stock Market. (2016). *SSRN Electronic Journal*.
- Analyse comparative des modèles financiers appliqués à la BRVM : cas de la famille du MEDAF et de Fama-French. (2021). *EconBiz*.
- The CAPM, APT, and PAPM. (2023). *Journal of Investment Management*.
- Does Fama-French Three Factor Model Outweigh the CAPM Model? Evidence from the Dhaka Stock Exchange. (2014). -.
- Capturing Cross-Section of Return on Nifty 100 Companies: CAPM vs Fama-French Three-Factor Model. (2021). *Universal Journal of Accounting and Finance*.
- Three-Factor and Five-Factor Models: Implementation of Fama and French Model on Market Overreaction Conditions. (2018). *Journal of finance and banking review*.
- Testing Alternative Versions of the Fama-French Five-Factor Model in the UK. (2017). *Social science research network*.
- CAPM and Asset Pricing. (2021). *INTERNATIONAL JOURNAL OF BUSINESS*.
- Study on the Capital Asset Pricing Model (CAPM): literature review and possible improvements. (2021). *BCP Bisnis and Manajement*.
- Does Five-Factor Model Perform Better Than Three Factor Model? Evidence from Developed Countries of The Asia Pacific Region. (2021). *iRASD Journal of Economics*.
- Testing a Multi-factor Capital Asset Pricing Model in the Jordanian Stock Market. (2019). *International business research*.
- Risk Factors in the German Stock Market: Can Sentiment Improve the Performance of Traditional Multifactor Models?. (2022). *ACRN Journal of Finance and Risk Perspectives*.
- Validity of fama-french three factor model for diversified financial companies listed on the colombo stock exchange. (2021). *International Journal of Accounting and business finance*.
- Evaluating Modern Asset Pricing Models in the Norwegian Stock Market. (2021). —.
- Stock Return Variations: The Validity of Systemic Risk, Size and Valuation as Explanatory Variables in the Lebanese Stock Market. (2021). *International journal of financial research*.
- An Examination Of The Role Of Intellectual Capital In Asset Pricing: An Empirical Study On The EGX100. (2021). *International journal of scientific and technology research*.
- Asset pricing and evidence of price discovery in sustainable equity portfolios. (2021). *Lahore journal*

- of business.
- THE VALIDITY OF FAMA AND FRENCH THREE-FACTOR MODEL IN AN EMERGENT MARKET: EVIDENCE FROM QATAR STOCK EXCHANGE. (2021). international and comparative labor.
- And the Winner is...“CAPM, FAMA and French Three-Factor or Reward Beta”?. (2014). International journal of advances in management and economics.
- PERBANDINGAN KEAKURATAN METODE CAPITAL ASSET PRICING MODEL DAN ARBITRAGE PRICING THEORY DALAM MEMPREDIKSI RETURN SAHAM. (2018). Journal of economics bussines and accounting (Costing).
- Comparisons of asset pricing models in the Egyptian stock market. (2014). Accounting and finance research.
- Portfolio formation: empirical evidence from Khartoum Stock Exchange. (2014). International Academic Journals.
- The Fama-French three factors in the Chinese stock market. (2014). China Accounting and finance review.
- The Comparison Between Fama-french Three Factors Model (Ff3fm) and Capital Asset Pricing Model (Capm) as Investing Decision on Efficient Share. (2015). Jurnal administrasi Bisnis S1 universitas Brawijaya.
- KOMPARASI CAPITAL ASSET PRICING MODEL DAN FAMA-FRENCH THREE FACTOR MODEL DALAM MEMPREDIKSI RETURN SAHAM. (2018). E-jurnal Ekonomi dan bisnis universitas udayana.
- Analisis Capital Asset Pricing Model (CAPM) serta Model Multifaktor Fama dan French di Bursa Efek Indonesia. (2020). Jurnal Kajian Akuntansi.
- UJI EMPIRIS MODEL ASSET PRICING LIMA FAKTOR FAMA-FRENCH DI INDONESIA. (2016). Jurnal Keuangan dan Perbankan.
- Analysis of Optimal Portfolio Formation During the Covid-19 Pandemic Using the Capital Asset Pricing Model (CAPM). (2023). Indonesian Journal of innovation studies.
- PERBANDINGAN KEAKURATAN CAPITAL ASSETS PRICING MODEL (CAPM) DAN ARBITRAGE PRICING THEORY (APT) DALAM MENENTUKAN PILIHAN BERINVESTASI PADA SAHAM JAKARTA ISLAMIC INDEX (JII). (2019). Jurnal ilmu manajemen.
- Analisis Perbandingan Keakuratan CAPM Dan APT Dalam Upaya Pengambilan Keputusan Investasi Saham Sektor Perbankan. (2021). Jurnal akuntansi dan bisnis : jurnal program studi akuntansi.
- Analisis Model CAPM dan APT Dalam Memprediksi Tingkat Return Saham Syariah (Studi Kasus Saham di Jakartata Isalmic Index). (2015). I-Finance: a research journal on islamic finance.
- Analisis Capital Asset Pricing Model Dengan Fama and French three factors Model terhadap excess return saham perbankan di Indonesia. (2022). Jurnal Manajemen.
- CAPITAL ASSET PRICING MODEL VERSUS ARBITRAGE PRICING THEORY MODEL: WHICH IS MORE ACCURATE

FOR INVESTMENT?. (2024).
EKUITAS (Jurnal Ekonomi dan
keuangan).

Analisis Komparasi Keakuratan Capital
Asset Pricing Model (CAPM) dan
Arbitrage Pricing Theory (APT).
(2023). *Al-Kharaj: Journal of
islamic economic and business.*

PERBANDINGAN AKURASI
METODE ARBITRAGE
PRICING THEORY DAN
THREE FACTOR MODEL
DALAM MENGESTIMASI
RETURN SAHAM. (2023).
Cross-Border.

Analisis Perbandingan Keakuratan
Model CAPM dan APT dalam
Memprediksikan Return Saham
LQ 45 Di Bursa Efek Indonesia (
Periode 2013-2022). (2023).
*Journal of social and economic
research.*

Analisis Perbandingan Capital Asset
Pricing Model (CAPM), Arbitrage
Pricing Theory (APT), dan Fama
French Three Factor Model
(FFTFM) dalam memprediksi
Expected Return pada Saham yang
Tergabung dalam IDX80 Bursa
Efek Indonesia Periode 2017-
2020. (2022). Bandung
Conference Series : Business and
Management.