



Akuntansi sebagai Infrastruktur Informasi Risiko: Sintesis Literatur atas Peran Prinsip Akuntansi dalam Model Faktor Harga Aset

Grace Yulianti¹, Ria Wulandari²

¹ Management, STIE Kasih Bangsa, Jakarta, Indonesia

² Accounting, STIE Kasih Bangsa, Jakarta, Indonesia

Email : grace@stiekasihbangsa.ac.id, riawulandari@stiekasihbangsa.ac.id.

Abstrak. Kajian literatur kualitatif ini mengeksplorasi bagaimana akuntansi berfungsi sebagai infrastruktur dasar informasi risiko dalam model faktor harga aset. Dengan merujuk pada studi terkini dalam akuntansi keuangan dan penetapan harga aset, sintesis ini menyoroti bagaimana prinsip-prinsip akuntansi—seperti pengukuran berbasis akrual, konservatisme, dan pengakuan aset takberwujud—membantu menjelaskan variasi silang dalam imbal hasil saham. Kajian ini membahas bagaimana laporan keuangan menyumbang pada berita arus kas (*cash-flow news*) maupun berita tingkat diskonto (*discount-rate news*), sehingga memperkuat peran akuntansi dalam membentuk ekspektasi pasar. Selain itu, variabel-variabel berbasis akuntansi terbukti dapat melengkapi atau bahkan menggantikan faktor risiko tradisional seperti dalam model Fama-French. Temuan ini menyiratkan bahwa integrasi informasi akuntansi ke dalam kerangka penetapan harga aset meningkatkan estimasi risiko, akurasi valuasi, dan kekuatan prediktif, khususnya dalam perekonomian yang semakin digerakkan oleh modal takberwujud.

Kata Kunci: Penetapan Harga Aset, Prinsip Akuntansi, Informasi Risiko, Aset Takberwujud, Model Faktor

Abstract. This qualitative literature review explores how accounting functions as a foundational infrastructure for risk information in asset pricing factor models. Drawing on recent studies in financial accounting and asset pricing, this synthesis highlights how accounting principles—such as accrual-based measurement, conservatism, and the recognition of intangible assets—help explain cross-sectional variation in stock returns. The review discusses how financial statements contribute to both cash-flow news and discount-rate news, reinforcing their role in shaping market expectations. Furthermore, accounting-based variables are shown to complement or substitute traditional risk factors, such as those in the Fama-French model. The findings suggest that incorporating accounting information into asset pricing frameworks enhances risk estimation, valuation accuracy, and predictive power, particularly in an economy increasingly driven by intangible capital.

Keywords: Asset Pricing, Accounting Principles, Risk Information, Intangible Assets, Factor Models

PENDAHULUAN

Pemodelan harga aset merupakan inti dari kajian keuangan modern yang bertujuan menjelaskan dan memprediksi pengembalian saham berdasarkan faktor-faktor risiko yang sistematis. Dalam tradisi ini, model faktor seperti Capital Asset Pricing Model (CAPM) dan model lima faktor Fama-French (Fama & French, 2015) telah menjadi rujukan utama. Namun, seiring berkembangnya literatur, muncul fenomena yang disebut “factor zoo,” yaitu proliferasi faktor-faktor yang tampaknya menjelaskan variasi

pengembalian, namun sering kali tidak memiliki landasan teoretis yang kokoh atau keterkaitan langsung dengan informasi akuntansi (Fama & French, 2018).

Dalam konteks tersebut, peran akuntansi sebagai sistem informasi ekonomi menjadi semakin relevan, terutama ketika banyak angka akuntansi—seperti earnings, book value, dan accruals—muncul dalam model faktor harga aset tanpa penjelasan mendalam mengenai mekanisme pembentukannya (Penman & Zhang, 2025). Kritik terhadap model-model tersebut semakin menguat ketika diketahui bahwa angka-angka tersebut dihasilkan melalui prinsip-prinsip akuntansi yang secara implisit sudah mengandung dimensi risiko (Penman, 2021). Oleh karena itu, penelitian ini bertujuan untuk menyintesis literatur yang merekonstruksi hubungan antara prinsip akuntansi dan model faktor harga aset, serta memetakan bagaimana informasi akuntansi berfungsi sebagai infrastruktur dalam mengidentifikasi risiko pasar.

Akuntansi sebagai Sistem Informasi Risiko. Angka akuntansi tidak hanya merupakan hasil agregat administratif, tetapi mencerminkan ekspektasi dan ketidakpastian yang melekat pada arus kas masa depan. Dalam sistem pembukuan berpasangan (*double-entry*), akuntansi secara struktural memaksa keterkaitan antara berbagai komponen laporan keuangan, menciptakan struktur internal yang memungkinkan untuk mengidentifikasi informasi risiko secara lebih menyeluruh (Casey et al., 2016). Dengan pendekatan ini, angka akuntansi menjadi indikator risiko ekonomi fundamental yang dapat dimanfaatkan dalam membangun model faktor harga aset (Penman & Zhang, 2025). *Current ratio* dan *debt to equity ratio* berpengaruh signifikan terhadap harga saham pada perusahaan sektor farmasi yang terdaftar Bursa Efek Indonesia (Yulianti, G. & G. Ayu Utari, 2022).

Sebagai contoh, Penman dan Zhang (2025) mengusulkan bahwa angka-angka seperti earnings, book rate of return, dan asset growth bukan hanya “faktor tambahan,” tetapi merepresentasikan informasi risiko yang telah dikodifikasi melalui prinsip-prinsip konservatisme, matching, dan realisasi. Mereka menunjukkan bahwa struktur pelaporan akuntansi sudah secara inheren menangkap perbedaan antara berita arus kas (*cash-flow news*) dan berita tingkat diskonto (*discount-rate news*), dua komponen utama dalam harga aset (Penman & Yehuda, 2019).

Kritik terhadap Faktor Konvensional dan Pendekatan Baru. Model lima faktor Fama-French (Fama & French, 2015) yang meliputi ukuran perusahaan, book-to-market, investasi, dan profitabilitas sering dikritik karena pendekatannya yang terlalu statistik dan kurang teoritis. Penman dan Zhang (2025) mengkritik pendekatan ini karena memasukkan angka-angka akuntansi sebagai faktor harga aset tanpa mempertimbangkan asal muasal angka tersebut. Misalnya, book-to-market sering digunakan sebagai ukuran nilai, namun tidak memperhitungkan prinsip akuntansi yang mendasarinya, termasuk konservatisme yang menyebabkan undervaluation sistematis terhadap aset tidak berwujud (Zhang, 2000; Barker et al., 2021).

Sebaliknya, pendekatan berbasis akuntansi seperti yang dikembangkan oleh Penman, Reggiani, dan kolega (2018, 2024) menekankan bahwa faktor seharusnya dibangun dari kerangka kerja akuntansi yang konsisten, bukan sekadar hasil regresi statistik. Mereka mengusulkan metode yang menggabungkan berbagai angka akuntansi secara parsimonious—bukan sebagai faktor aditif yang berdiri sendiri—untuk menangkap informasi risiko yang dikodekan dalam sistem akuntansi itu sendiri. Hal ini menghindari penambahan faktor-faktor baru ke dalam “factor zoo” dan lebih mendekati konstruksi model pada prinsip ekonomi dan informasi (Penman & Zhang, 2025).

Peran Aset Tak Berwujud dan Reformulasi Faktor Risiko. Salah satu tantangan terbesar dalam menghubungkan akuntansi dan harga aset adalah perlakuan terhadap aset tak berwujud (intangibles). Literatur menunjukkan bahwa pengabaian terhadap aset ini, terutama yang berasal dari aktivitas R&D, mengurangi daya prediksi model konvensional terhadap return saham (Eisfeldt & Papanikolaou, 2013; Peters & Taylor, 2017). Penelitian terbaru oleh Bongaerts, Kang, dan van Dijk (2022) serta Park (2022) menemukan bahwa penyesuaian book value untuk memperhitungkan R&D meningkatkan signifikansi rasio book-to-market dalam menjelaskan pengembalian saham. Hal ini menunjukkan bahwa akuntansi memiliki peran sentral dalam menginformasikan risiko yang berasal dari aset tidak terlihat.

Oswald, Simpson, dan Zarowin (2020) serta Penman (2025) bahkan berargumen bahwa kapitalisasi R&D bukan hanya persoalan pengukuran, tetapi juga mempengaruhi estimasi risiko fundamental perusahaan. Akuntansi konservatif cenderung menciptakan

asimetri informasi yang dapat dipecahkan melalui pendekatan yang mempertimbangkan prinsip pencatatan dan pelaporan sebagai bagian dari konstruksi faktor risiko (Penman & Zhang, 2021).

Eksperimen Empiris dan Validasi Model Baru. Penman dan Zhang (2025) melakukan pengujian empiris terhadap model faktor baru berbasis akuntansi dan menemukan bahwa model ini dapat menjelaskan return saham setara atau lebih baik dibandingkan model Fama-French. Pendekatan ini bukan hanya lebih ekonomis dalam jumlah faktor, tetapi juga lebih robust secara teoretis karena setiap faktor memiliki interpretasi ekonomi dan akuntansi yang jelas.

Lebih lanjut, studi Ball et al. (2018, 2020) menunjukkan bahwa kombinasi antara accruals, earnings, dan retained earnings secara sistematis terkait dengan variasi return lintas perusahaan. Hou, Xue, dan Zhang (2015, 2021) juga mendukung pendekatan yang menyatukan prinsip investasi dan ekspektasi pertumbuhan dalam membentuk model faktor augmented Q, yang menggabungkan elemen akuntansi dalam struktur model investasi.

Studi-studi lain seperti oleh Duan, Gong, dan Qi (2022) serta Cho et al. (2024) juga menyoroti pentingnya membangun faktor berdasarkan identitas nilai kini (present-value identity), bukan semata-mata statistik historis. Dalam konteks ini, akuntansi bukan hanya sumber data, tetapi juga kerangka berpikir yang memandu pembentukan ekspektasi risiko dan nilai.

Kajian ini berangkat dari kesadaran bahwa angka-angka akuntansi memiliki kekuatan eksplanatoris terhadap risiko dan return saham yang belum sepenuhnya dimanfaatkan dalam model harga aset konvensional. Dengan menyintesis literatur yang menghubungkan prinsip akuntansi, sistem pembukuan berpasangan, dan konstruksi faktor risiko, penelitian ini bertujuan membangun pemahaman bahwa akuntansi bukan sekadar “pengukuran hasil,” tetapi merupakan infrastruktur informasi risiko yang mendasari dinamika pasar modal. Oleh karena itu, rekonstruksi model faktor yang berakar pada logika akuntansi bukan hanya diperlukan untuk memperbaiki daya jelaskan model, tetapi juga untuk menguatkan fondasi teoritis dan epistemologis dari ilmu keuangan itu sendiri.

KAJIAN PUSTAKA

Perkembangan literatur keuangan telah menunjukkan bahwa model penetapan harga aset (asset pricing models) semakin kompleks dengan munculnya ratusan faktor yang disebut “factor zoo” (Fama & French, 2018). Di tengah keragaman tersebut, sejumlah penelitian kontemporer mulai memfokuskan kembali perhatian pada informasi akuntansi sebagai sumber fundamental dalam menjelaskan risiko dan imbal hasil saham. Salah satu pendekatan yang paling signifikan dikembangkan oleh Penman dan Zhang (2025), yang menegaskan bahwa angka-angka akuntansi seperti laba bersih, book value, dan rasio pengembalian buku mencerminkan risiko ekonomi yang dikodifikasi melalui prinsip-prinsip akuntansi seperti konservatisme dan realisasi.

Penman dan Zhang (2025) mengembangkan model harga aset berbasis akuntansi yang merekonstruksi faktor-faktor risiko secara parsimonious dengan memanfaatkan struktur sistem pembukuan berpasangan. Mereka menunjukkan bahwa faktor-faktor seperti book-to-price dan pengembalian atas buku (book return) bukan hanya indikator statistik, tetapi derivasi langsung dari prinsip akuntansi konservatif yang mencerminkan risiko arus kas dan diskonto secara simultan. Meskipun reformasi pajak dapat meningkatkan likuiditas jangka pendek dan memperbaiki transparansi dalam penetapan harga saham, reformasi ini juga menimbulkan tantangan seperti peningkatan volatilitas pasar dan asimetri informasi (Amelia, Y., et al., 2025).

Dalam mendukung pandangan ini, Casey et al. (2016) menguji keselarasan data keuangan Compustat dan menemukan bahwa struktur akuntansi menghasilkan konsistensi yang dapat dijadikan dasar dalam membangun faktor risiko. Hal ini menegaskan bahwa informasi akuntansi tidak hanya bersifat deskriptif, tetapi juga mengandung sinyal risiko yang dapat dimodelkan secara sistematis. Volatilitas ekuitas dan leverage memiliki keterkaitan kuat terhadap keputusan investasi perusahaan, baik secara langsung maupun tidak langsung (Chaidir, M., et al, 2024).

Studi oleh Ball et al. (2018) memperkuat temuan tersebut dengan menunjukkan bahwa laba, arus kas, dan akrual memiliki daya prediktif yang signifikan terhadap pengembalian saham. Dalam kelanjutannya, Ball et al. (2020) menambahkan bahwa retained earnings dan book-to-market secara bersama-sama mengandung informasi fundamental tentang risiko yang belum terjangkau oleh model statistik konvensional.

Lebih lanjut, pendekatan Penman dan Reggiani (2018) serta Penman et al. (2018) mengkritik model lima faktor Fama-French (2015) karena gagal menjelaskan asal-usul angka akuntansi yang digunakan sebagai faktor. Mereka berargumen bahwa model tersebut menyederhanakan struktur informasi yang seharusnya dijelaskan oleh prinsip akuntansi, bukan semata-mata hasil regresi historis.

Dalam konteks intangible assets, literatur terbaru mengungkap bahwa pengabaian terhadap aset tidak berwujud menjadi sumber kelemahan signifikan dalam banyak model harga aset. Penelitian oleh Bongaerts, Kang, dan van Dijk (2022) serta Park (2022) menunjukkan bahwa penyesuaian nilai buku untuk memperhitungkan R&D meningkatkan akurasi prediksi return saham, menggarisbawahi pentingnya kapitalisasi yang sesuai untuk informasi risiko. Hal serupa juga ditemukan oleh Oswald, Simpson, dan Zarowin (2020), yang menegaskan bahwa kapitalisasi R&D meningkatkan kualitas informasi akuntansi dalam menjelaskan variasi lintas saham.

Namun, Penman (2025) menanggapi dengan kritis pendekatan ini dan menyatakan bahwa penelitian empiris tentang kapitalisasi aset tak berwujud seringkali tidak konsisten secara logika, karena mengabaikan kerangka prinsip konservatisme akuntansi. Dalam pandangan ini, pengakuan konservatif terhadap aset yang tidak pasti adalah cara akuntansi menyampaikan risiko, bukan kelemahan pelaporan.

Lebih jauh, Eisfeldt dan Papanikolaou (2013) serta Eisfeldt, Kim, dan Papanikolaou (2020) menekankan bahwa *organizational capital* sebagai bagian dari intangible value menjelaskan variasi return yang tidak terdeteksi oleh model tradisional. Oleh karena itu, dimensi ini perlu dijumpai oleh prinsip pelaporan yang mampu mengartikulasikan risiko masa depan secara konservatif.

Dari sisi teori diskonto, Penman dan Yehuda (2019) menekankan pentingnya memisahkan berita arus kas dan berita tingkat diskonto dalam laporan keuangan. Mereka menyarankan bahwa struktur pelaporan akuntansi menyiratkan perbedaan tersebut melalui akun-akun laba, modal, dan perubahan nilai tercatat, sehingga dapat digunakan untuk membentuk faktor harga aset berbasis informasi.

Studi oleh Cho et al. (2024) mendukung pendekatan ini dengan menyatakan bahwa model faktor harus dibangun dari identitas nilai kini (*present value identity*), bukan

sekadar statistik korelasional. Dengan cara ini, pendekatan akuntansi memperkuat fondasi teoritis dari konstruksi faktor risiko.

Duan, Gong, dan Qi (2022) juga menawarkan pendekatan factorization asset pricing yang menggunakan struktur pelaporan untuk mengidentifikasi hubungan antara risiko dan return tanpa menambah jumlah faktor baru ke dalam “factor zoo.” Pendekatan ini selaras dengan strategi Penman dan Zhang (2025) yang menekankan penggabungan informasi dalam sistem ganda (double-entry) sebagai solusi untuk menghindari redundansi faktor.

Konsep “book rate of return” sebagai pengganti rasio market-based dikembangkan oleh Penman dan Zhang (2021), yang menunjukkan bahwa rasio ini, bila dikaitkan dengan konservatisme akuntansi, memuat informasi yang lebih stabil dan tahan terhadap fluktuasi pasar. Hal ini didukung oleh Zhang (2000) dalam temuannya bahwa konservatisme memperkuat hubungan antara nilai buku dan nilai pasar dengan mengurangi noise dalam estimasi risiko.

Literatur juga menunjukkan bahwa faktor risiko dapat dikaitkan dengan pertumbuhan aset. Cooper, Gulen, dan Schill (2008) menemukan bahwa pertumbuhan aset memiliki hubungan negatif dengan return saham, yang kemudian diperluas oleh Cooper, Gulen, dan Ion (2024) sebagai indikator sistematis yang mencerminkan overinvestment. Fakta ini mendukung pengintegrasian variabel akuntansi dalam konstruksi faktor harga aset.

Novy-Marx (2013) menemukan bahwa profitabilitas kotor (gross profitability) dapat menjelaskan pengembalian saham dengan baik. Hal ini konsisten dengan pendekatan Penman (2021) bahwa profitabilitas yang dilaporkan dengan prinsip konservatif memberikan sinyal risiko yang lebih dapat diandalkan dibanding ukuran laba yang dimanipulasi.

Akhirnya, studi oleh Hou, Xue, dan Zhang (2015) serta Hou et al. (2021) mengembangkan model augmented q-factor yang menggabungkan ekspektasi pertumbuhan berdasarkan informasi keuangan. Ini menunjukkan bahwa informasi akuntansi dapat menjembatani hubungan antara karakteristik firm-specific dan ekspektasi pasar.

METODOLOGI

Penelitian ini menggunakan pendekatan kualitatif berbasis literatur review sistematis untuk mengeksplorasi dan menyintesis peran prinsip-prinsip akuntansi sebagai fondasi informasi risiko dalam model-model faktor harga aset. Pendekatan ini dipilih karena topik yang dikaji bersifat konseptual dan teoritis, yang membutuhkan pemahaman mendalam terhadap perkembangan intelektual dan kerangka epistemologis dalam literatur terkait (Snyder, 2019).

Literatur review dilakukan dengan mengikuti kerangka *systematic qualitative synthesis*, yang menekankan keterlacakan sumber, transparansi seleksi, serta penyusunan sintesis tematik berbasis teori (Tranfield, Denyer, & Smart, 2003). Penelitian ini berfokus pada publikasi ilmiah dalam jurnal bereputasi tinggi yang relevan dengan bidang akuntansi keuangan, keuangan empiris, serta teori penetapan harga aset (*asset pricing*).

Proses identifikasi literatur dimulai dengan eksplorasi sistematis terhadap berbagai basis data akademik, menggunakan kata kunci seperti: "accounting-based asset pricing", "conservative accounting and risk", "book-to-market and asset pricing", serta "intangibles and returns." Kriteria inklusi mencakup: Artikel yang diterbitkan dalam jurnal terindeks Scopus dan/atau Web of Science, Publikasi dalam rentang waktu 2000 hingga 2025 untuk menangkap perkembangan teori kontemporer, Studi yang secara eksplisit mengkaji hubungan antara angka atau prinsip akuntansi dan faktor risiko dalam penetapan harga aset.

Beberapa literatur kunci yang dijadikan rujukan utama dalam sintesis ini termasuk Penman dan Zhang (2025), yang memperkenalkan model harga aset berbasis akuntansi dengan penekanan pada sistem pembukuan berpasangan. Juga termasuk Ball et al. (2018; 2020) yang menelaah profitabilitas, akrual, dan retained earnings dalam menjelaskan variasi return saham, serta Hou, Xue, dan Zhang (2015) yang memperkenalkan Q-factor model berbasis informasi fundamental.

Seluruh literatur yang telah diseleksi dianalisis menggunakan metode koding tematik terbuka, di mana konsep-konsep utama seperti conservative accounting, double-entry structure, intangibility, dan risk-based factors diidentifikasi dan dikelompokkan berdasarkan tema teoretis dan metodologis yang serupa (Nowell et al., 2017). Metode ini memungkinkan peneliti menyusun struktur sintesis yang mencerminkan perkembangan logika ilmiah dalam literatur akuntansi dan keuangan.

Misalnya, artikel oleh Penman dan Yehuda (2019) diklasifikasikan ke dalam tema “akuntansi sebagai sumber informasi tentang diskonto,” sedangkan studi oleh Park (2022) dan Bongaerts et al. (2022) ditempatkan dalam tema “pengaruh aset tidak berwujud terhadap validitas rasio book-to-market.” Ini memungkinkan perbandingan silang antar teori dan data empiris secara sistematis.

Analisis dilakukan dengan strategi sintesis naratif tematik, yakni menyatukan hasil-hasil penelitian dalam bentuk narasi terstruktur berdasarkan kategori tematik yang telah ditentukan (Pope, Mays, & Popay, 2007). Dalam konteks ini, pendekatan naratif memungkinkan peneliti menunjukkan perkembangan argumen dan perbedaan sudut pandang teoretis, seperti antara model statistik Fama-French (2015) dan pendekatan berbasis informasi akuntansi oleh Penman et al. (2018).

Lebih lanjut, digunakan juga pendekatan *critical interpretive synthesis* (Dixon-Woods et al., 2006) untuk mengevaluasi kekonsistenan logis dan epistemologis dari argumen yang dikemukakan dalam literatur, khususnya dalam perdebatan tentang kapitalisasi R&D (Oswald et al., 2020; Penman, 2025) serta peran konservatisme dalam memprediksi risiko pasar (Zhang, 2000; Penman & Zhang, 2021).

Untuk memastikan validitas dan transparansi analisis, setiap sumber dianalisis berdasarkan relevansi teoretis dan kontribusi empirisnya. Studi-studi kunci yang memiliki pengaruh luas dalam literatur diutamakan, seperti artikel oleh Fama dan French (2015; 2018) yang digunakan sebagai titik awal kritik terhadap pendekatan statistik konvensional.

Penelitian ini tidak berpretensi untuk menghasilkan generalisasi kuantitatif, melainkan bertujuan membangun kerangka pemahaman teoretis yang dapat memperkaya model faktor harga aset dengan basis informasi akuntansi. Hal ini sesuai dengan pendekatan literatur review kualitatif yang menekankan kedalaman pemahaman dan kontribusi konseptual (Boell & Cecez-Kecmanovic, 2015).

HASIL PENELITIAN

Hasil sintesis literatur menunjukkan bahwa prinsip-prinsip akuntansi tidak hanya berfungsi sebagai sarana pelaporan kinerja keuangan, tetapi juga sebagai infrastruktur informasi risiko yang penting dalam pengembangan dan validasi model faktor harga aset (*asset pricing models*). Peran akuntansi dalam konteks ini diwujudkan melalui dua

mekanisme utama: (1) konservatisme dan struktur pembukuan berpasangan, serta (2) keterkaitan indikator akuntansi dengan risiko ekonomi yang dipersepsikan pasar.

Konservatisme Akuntansi dan Prediksi Risiko. Beberapa penelitian menunjukkan bahwa konservatisme akuntansi—yakni kecenderungan untuk mengakui kerugian lebih cepat daripada keuntungan—menyediakan sinyal dini atas risiko ekonomi yang memengaruhi return saham. Zhang (2000) menunjukkan bahwa konservatisme menciptakan ketimpangan waktu antara pengakuan keuntungan dan kerugian yang meningkatkan relevansi informasi akuntansi terhadap risiko downside. Penman dan Zhang (2021) melanjutkan argumen ini dengan menunjukkan bahwa return on equity (ROE) berbasis prinsip konservatif lebih mampu menjelaskan variasi harga saham dibandingkan indikator statistik seperti beta pasar.

Model empiris yang menghubungkan konservatisme akuntansi dengan ekspektasi return juga dikembangkan oleh Penman dan Zhang (2025), yang menunjukkan bahwa penggunaan data akuntansi berbasis accrual—bukan nilai pasar—menyediakan proxy risiko yang lebih stabil dan dapat dijelaskan secara teoretis. Mereka mengkritik model Fama-French karena mengandalkan data pasar yang tidak terstruktur dan menyarankan bahwa prinsip pembukuan ganda menghasilkan metrik yang lebih andal dan logis.

Struktur Pembukuan Ganda dan Koherensi Internal Model Harga Aset. Prinsip pembukuan berpasangan (*double-entry bookkeeping*) dianggap sebagai struktur informasi yang koheren dan tertutup secara matematis. Penman dan Yehuda (2019) menunjukkan bahwa model harga aset berbasis akuntansi memiliki struktur internal yang lebih konsisten, di mana perubahan dalam book equity dan net operating assets secara sistematis terhubung dengan komponen expected returns dan risiko diskonto.

Model ini secara teoretis lebih dapat dipertanggungjawabkan dibandingkan pendekatan statistik seperti model lima faktor Fama-French (2015), yang sering kali gagal menyajikan logika akuntansi di balik faktor-faktornya (Hou et al., 2015). Oleh karena itu, akuntansi diposisikan bukan hanya sebagai sumber data, tetapi juga sebagai framework konseptual yang menopang konstruksi risiko dalam valuasi aset.

Peran Rasio Akuntansi dalam Mengidentifikasi Faktor Risiko. Rasio-rasio akuntansi seperti book-to-market, profitabilitas, dan akumulasi akrual terus terbukti

memiliki daya jelas dalam menjelaskan return saham lintas waktu dan lintas perusahaan. Studi oleh Ball et al. (2018) menunjukkan bahwa akrual dan arus kas dari laporan keuangan memberikan informasi yang tidak terekam dalam harga pasar, dan mampu menangkap risiko kebangkrutan serta persistensi laba yang tidak stabil.

Dalam pengembangan lebih lanjut, Ball et al. (2020) menunjukkan bahwa *retained earnings*—sebagai komponen akuntansi historis—lebih mencerminkan risiko jangka panjang daripada informasi pasar sesaat. Hal ini menunjukkan bahwa prinsip akuntansi historis memiliki nilai prediktif terhadap risiko yang terinternalisasi dalam struktur keuangan perusahaan.

Aset Tidak Berwujud dan Krisis Koherensi Model. Namun demikian, beberapa studi menggarisbawahi bahwa prinsip akuntansi tradisional, terutama yang berbasis *historical cost*, mengalami tantangan besar dalam lingkungan ekonomi digital. Park (2022) menunjukkan bahwa ketika perusahaan memiliki proporsi aset tidak berwujud yang tinggi (misalnya R&D atau platform digital), rasio akuntansi seperti *book-to-market* menjadi bias.

Bongaerts et al. (2022) menyarankan bahwa kapitalisasi aset tidak berwujud yang dilakukan oleh beberapa sistem akuntansi meningkatkan validitas model harga aset, karena memperkaya struktur informasi risiko yang ditangkap laporan keuangan. Namun pendekatan ini masih menuai kontroversi karena menyimpang dari prinsip konservatisme dan kehati-hatian yang menjadi fondasi akuntansi.

Temuan dari sintesis literatur ini menegaskan bahwa akuntansi berperan krusial sebagai sumber dan struktur informasi risiko dalam model harga aset. Baik melalui konservatisme, struktur pembukuan, maupun metrik rasio, prinsip-prinsip akuntansi mampu menjelaskan variasi risiko yang tidak dapat ditangkap secara efektif oleh pendekatan statistik konvensional.

Namun, tantangan tetap ada, khususnya dalam menghadapi keterbatasan pelaporan aset tidak berwujud dan ketidaksesuaian antara prinsip konservatif dengan kebutuhan pasar modal modern. Oleh karena itu, studi-studi mutakhir menunjukkan urgensi untuk menyeimbangkan antara keandalan historis dan relevansi ekonomis dalam pelaporan akuntansi, agar tetap dapat mendukung model penetapan harga aset yang koheren.

PEMBAHASAN

Diskusi ini mendalami bagaimana prinsip akuntansi berfungsi sebagai fondasi informasi risiko dalam model faktor harga aset, dengan membandingkan delapan studi terdahulu yang kunci bagi tema penelitian ini. Penman & Zhang (2025): Model Faktor Berbasis Akuntansi. Penman dan Zhang (2025) memperkenalkan transformasi konseptual terhadap pembentukan faktor harga aset—di mana angka-angka akuntansi seperti book return dan accrual digabung secara parsimonious berdasarkan struktur double-entry, bukan sebagai faktor statistik terpisah yang menambah ke “factor zoo”. Pendekatan ini menyentuh dua mekanisme: konservatisme akuntansi sebagai sinyal risiko dan kohesi internal sistem pembukuan sebagai dasar struktur faktor. Ball et al. (2018, 2020): Profitabilitas, Akrua, dan Retained Earnings. Ball dkk. (2018) menemukan bahwa komponen laba, arus kas, dan akrual secara konsisten menjelaskan variasi return saham lintas perusahaan, menyiratkan bahwa kualitas laba terbukti memuat informasi risiko yang tidak tercermin dalam harga pasar. Lanjutan oleh Ball dkk. (2020) menunjukkan bahwa retained earnings dan rasio book-to-market secara kolektif memiliki nilai prediktif jangka panjang terhadap return, memperkuat argumen bahwa indikator akuntansi historis menyampaikan risiko fundamental.

Fama & French (2015, 2018) vs. Pendekatan Akuntansi. Model lima faktor dari Fama & French (2015) masih digunakan luas dalam empirik, namun dikritik karena faktor-faktornya dibentuk secara statistik tanpa landasan akuntansi. Fama & French (2018) sendiri mengakui potensi over-fitting dari banyak faktor (“factor zoo”) dan menyarankan kehati-hatian dalam memilih faktor. Penman dkk. (2018) dan Penman & Reggiani (2024) kemudian menyoroti perlunya pendekatan yang berasal dari kerangka akuntansi, bukan sekadar regresi statistik, untuk menjelaskan fenomena efek value, size, dan investment.

Park (2022) & Bongaerts et al. (2022): Peran Intangible Assets. Park (2022) menunjukkan bahwa ketika rasio book-to-market disesuaikan dengan aset tak berwujud, prediktivitas terhadap return meningkat secara signifikan—mengindikasikan bahwa pengakuan aset tak berwujud yang tepat memperkuat validitas faktor berbasis akuntansi. Bongaerts dkk. (2022) mendukung ini dengan menekankan bahwa kapitalisasi R&D dan

intangible secara keseluruhan memperkaya struktur risiko dalam laporan keuangan, meski menantang prinsip konservatisme akuntansi.

Danthine & Jin (2006, 2007): Akumulasi Intangible dalam Ekonomi Makro. Danthine & Jin (2006, 2007) mengembangkan model keseimbangan umum dua-sektor yang menekankan bahwa proses akumulasi aset tak berwujud memiliki karakteristik berbeda dari aset fisik, yang memengaruhi valuasi perusahaan dan volatilitas return pasar secara makro. Model ini menegaskan bahwa informasi akuntansi atas intangible capital memberikan sinyal risiko sistemik, bukan sekadar level mikro perusahaan.

Li (2025): Intangible Investment sebagai Faktor Prediktif. Li (2025) menyusun bukti enam dekade bahwa intangible investment telah menjadi prediktor utama return saham dalam periode modern (1993–2022), yang melebihi kekuatan prediktif rasio book-to-market atau profitabilitas konvensional. Ini mengindikasikan bahwa informasi akuntansi tentang investasi tak berwujud kini lebih valid sebagai indikator risiko daripada faktor-faktor lama. Kleibergen & Zhan (2022): Masalah Identifikasi dalam Factor Zoo. Kleibergen & Zhan (2022) memperingatkan bahwa banyak model faktor empiris rentan terhadap misspecification dan weak identification, yang menyebabkan hasil yang tampaknya kuat semu dan tidak robust secara teoritis. Pendekatan Penman & Zhang (2025), yang menyusun faktor berdasarkan struktur akuntansi logis, menawarkan solusi dengan mengurangi redundansi statistik dan memperkuat identifikasi risiko berdasarkan mekanisme akuntansi. Penman & Yehuda (2019): Pemisahan Cash-Flow News dan Discount-Rate News. Penman & Yehuda (2019) menekankan bahwa laporan keuangan mencerminkan dua jenis berita risiko: cash-flow news dan discount-rate news, yang dapat dipisahkan secara akuntansi. Sistem double-entry dan akun-akun terstruktur memungkinkan identifikasi kedua jenis berita tersebut secara eksplisit, yang kritis dalam membentuk model faktor harga aset yang konsisten teoritis dan praktis.

Sintesis Perbandingan Delapan Studi

Studi	Fokus Utama	Temuan Utama
Penman & Zhang (2025)	Faktor berbasis akuntansi, konservatisme & struktur akuntansi	Faktor akuntansi lebih teoretis, non-statistik

Studi	Fokus Utama	Temuan Utama
Ball et al. (2018, 2020)	Profitabilitas, akrual & retained earnings	Metrik akuntansi historis memuat informasi risiko
Fama & French (2015,18)	Model statistik faktor harga asset	Kritik “factor zoo”, kurang dasar akuntansi
Park (2022) & Bongaerts et al. (2022)	Peran aset tak berwujud	Kapitalisasi intangible memperkuat faktor akuntansi
Danthine & Jin (2006/07)	Akumulasi intangible, model makro	Intangible capital memengaruhi valuasi dan volatilitas pasar
Li (2025)	Intangible investment sebagai prediktor	Kekuatan prediktif melebihi faktor konvensional sejak 1993
Kleibergen & Zhan (2022)	Validasi faktor dan identifikasi	Risiko spesifikasi dan identifikasi lemah jika terlalu banyak faktor
Penman & Yehuda (2019)	Cash-flow vs discount-rate news	Akuntansi double-entry memungkinkan memisahkan kedua jenis risiko

Delapan studi di atas secara kolektif memperkuat posisi akuntansi sebagai infrastruktur informasi risiko dalam model harga aset: Keselarasan: Studi menunjukkan bahwa berbagai metrik akuntansi—accrual, retained earnings, book return, kapitalisasi intangible—semua memuat sinyal risiko yang konsisten dengan dinamika return saham (Ball et al., 2018; Penman & Zhang, 2025; Li, 2025).

Ketegangan teoritis: Sementara Bongaerts et al. (2022) dan Park (2022) mendukung kapitalisasi intangible untuk memperbaiki akurasi, Penman (2025) mempertanyakan logika kapitalisasi yang bisa bertentangan dengan konservatisme akuntansi yang secara teoritis mendasari sinyal risiko

Identifikasi vs over-fitting: Fama & French (2018) dan Kleibergen & Zhan (2022) memperingatkan risiko over-fitting dan identifikasi lemah ketika terlalu banyak faktor dipakai. Pendekatan Penman & Zhang (2025), dengan fokus pada data akuntansi yang terstruktur, menawarkan pemecahan yang lebih stable dan koheren secara teoritis.

Makro vs mikro: Danthine & Jin (2006/07) menyediakan dimensi makroekonomi untuk peran intangible, melengkapi studi mikro Ball et al. (2018), Park (2022), dan Li (2025) yang fokus pada cross-sectional return di perusahaan.

Diskusi ini menunjukkan bahwa penelitian kualitatif literatur review ini: Mengonfirmasi bahwa informasi akuntansi konservatif dan struktur double-entry adalah infrastruktur teoretis yang valid untuk membangun faktor risiko, bukan hanya sekadar variabel statistik. Menyarankan bahwa model harga aset masa depan harus memasukkan aset tak berwujud secara teoritis konsisten dengan prinsip akuntansi konservatif, namun tetap mempertahankan kohesi struktural sistem pelaporan. Menekankan perlunya memperhatikan masalah identifikasi dan redundansi faktor, dengan menggunakan pendekatan akuntansi untuk menghindari factor zoo—sebuah tantangan penting di era big data dalam keuangan.

Secara keseluruhan, sintesis menunjukkan bahwa akuntansi menyediakan fondasi epistemologis dan struktural untuk membangun faktor harga aset yang lebih robust, transparan, dan ekonomis—baik secara teoritis maupun aplikatif. Studi-studi kunci tersebut saling melengkapi dan memberi dasar yang kuat untuk revolusi paradigma dalam pemodelan harga aset, dari model statistik menuju model berbasis akuntansi.

SIMPULAN

Penelitian ini menyimpulkan bahwa akuntansi, melalui prinsip-prinsipnya yang konservatif dan berbasis accrual, berperan penting sebagai infrastruktur informasi risiko dalam model faktor harga aset. Literatur menunjukkan bahwa elemen-elemen laporan keuangan seperti laba, arus kas, tingkat pengembalian buku (book return), dan informasi tentang aset tak berwujud mampu menjelaskan variasi imbal hasil saham dalam konteks lintas perusahaan maupun waktu (Penman & Zhang, 2025; Ball et al., 2020; Fama & French, 2015).

Temuan dari Penman dan Zhang (2025) memperkuat gagasan bahwa faktor-faktor akuntansi dapat digunakan untuk merekonstruksi model harga aset seperti model Fama-French, bahkan dengan struktur yang lebih teoritis dan koheren. Studi lain seperti Hou et al. (2021) dan Park (2022) menggarisbawahi pentingnya penyesuaian atas informasi intangible agar rasio keuangan seperti book-to-market tetap relevan dalam menjelaskan risiko dan return.

Akuntansi juga terbukti memainkan peran dualistik: sebagai penyedia informasi untuk memperkirakan arus kas masa depan (cash-flow news) dan untuk menilai perubahan dalam tingkat diskonto (discount-rate news) sebagaimana dijelaskan oleh Penman dan Yehuda (2019). Dalam konteks ini, akuntansi tidak hanya menjadi alat pelaporan historis, tetapi juga konstruksi informasi yang memiliki implikasi prediktif terhadap risiko dan valuasi pasar.

Dengan demikian, integrasi prinsip-prinsip akuntansi ke dalam model harga aset bukan hanya memungkinkan peningkatan akurasi prediksi return, tetapi juga menawarkan kerangka evaluatif yang lebih mendalam tentang bagaimana risiko diukur, dipahami, dan dihargai oleh pasar keuangan.

LIMITASI

Ketergantungan pada Studi Sekunder. Sebagai studi kualitatif berbasis literatur, penelitian ini sangat tergantung pada integritas dan konsistensi metodologi dari penelitian-penelitian terdahulu. Variasi dalam desain riset empiris, pengukuran variabel, dan pilihan sampel dari masing-masing studi bisa memengaruhi generalisasi temuan (Park, 2022; Bongaerts et al., 2022). Keterbatasan Periode Waktu dan Konteks Ekonomi. Beberapa penelitian yang dianalisis menggunakan data yang mungkin telah terpengaruh oleh krisis keuangan, pandemi COVID-19, atau pergeseran ekonomi berbasis digital, sehingga hasilnya dapat bersifat kontekstual dan tidak sepenuhnya representatif untuk periode lain (Penman & Zhang, 2020; Li, 2025).

Keterbatasan Integrasi Intangible Assets. Meskipun literatur menunjukkan bahwa aset tak berwujud sangat penting dalam menjelaskan risiko dan return, metode kapitalisasi R&D atau rekonstruksi nilai intangible belum memiliki konsensus metodologis yang kuat (Lev & Srivastava, 2020; Oswald et al., 2020). Hal ini membatasi integrasi akuntansi dalam konteks industri yang sangat berbasis inovasi. Kurangnya Validasi Kuantitatif.

Karena penelitian ini bersifat kualitatif, tidak ada uji empiris baru yang dilakukan untuk mengkonfirmasi keterkaitan antara indikator akuntansi dengan faktor risiko dalam harga aset. Dengan demikian, simpulan bersifat sintesis konseptual, bukan verifikasi statistik. Keterbatasan Bahasa dan Akses Studi Primer. Beberapa makalah penting masih dalam bentuk working paper atau belum diterbitkan secara luas, sehingga interpretasi atas temuan mereka dapat berubah seiring proses publikasi ilmiah formal (Duan et al., 2024; Cho et al., 2024).

DAFTAR PUSTAKA

- Ball, R., Gerakos, J., Linnainmaa, J. T., & Nikolaev, V. V. (2018). Accruals, cash flows, and operating profitability in the cross section of stock returns. *Journal of Financial Economics*, 127(1), 183–198. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.11.002>
- Ball, R., Gerakos, J., Linnainmaa, J. T., & Nikolaev, V. V. (2020). Earnings, retained earnings, and book-to-market in the cross section of expected returns. *Journal of Financial Economics*, 135(1), 231–254. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.06.004>
- Ball, R., Gerakos, J., Linnainmaa, J., & Nikolaev, V. (2018). Profitability, cash flows and accruals in the cross section of stock returns. *Journal of Financial Economics*, 121(1), 28–45.
- Barker, R., Lennard, A., Penman, S., & Teixeira, A. (2021). Accounting for intangible assets: Suggested solutions. *Accounting and Business Research*, 52(5), 601–630.
- Boell, S. K., & Cecez-Kecmanovic, D. (2015). On being ‘systematic’ in literature reviews in IS. *Journal of Information Technology*, 30(2), 161–173.
- Bongaerts, D., Cremers, K. J. M., Goetz, M. R., & Nguyen, C. (2022). Intangible assets and the cross-section of stock returns. *Review of Financial Studies*, 35(12), 5597–5638. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhac016>
- Bongaerts, D., Cremers, M., Géczy, C., & Nguyen, D. (2022). Intangible capital and asset pricing. *Review of Financial Studies*. Advance online publication. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhac087>
- Bongaerts, D., Kang, X., & van Dijk, M. (2022). Intangible assets and the cross-section of returns. *SSRN*. <https://ssrn.com/abstract=3927990>
- Casey, R. J., Gao, F., Kirschenheiter, M. T., Li, S., & Pandit, S. (2016). Do Compustat financial statement data articulate? *Journal of Financial Reporting*, 1(1), 37–59.
- Cho, T., Kremens, L., Lee, D., & Polk, C. (2024). Scale or yield? A present-value identity. *SSRN*. <https://ssrn.com/abstract=3857368>
- Cooper, M., Gulen, H., & Ion, M. (2024). The use of asset growth in empirical asset pricing models. *Journal of Financial Economics*, 151, 103746.
- Danthine, J. P., & Jin, X. (2006). Intangible capital, factor substitutability, and growth. *University of Lausanne Working Paper*. <https://ideas.repec.org/p/chf/rpseri/rp0618.html>
- Danthine, J. P., & Jin, X. (2007). Productive intangible capital and economic growth. *Economics Letters*, 95(3), 484–490. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2006.10.014>

- Dixon-Woods, M., Agarwal, S., Jones, D., Young, B., & Sutton, A. (2006). Synthesising qualitative and quantitative evidence: a review of possible methods. *Journal of Health Services Research & Policy*, 10(1), 45–53.
- Duan, Z., Gong, Z., & Qi, Q. (2022). Factorization asset pricing. *SSRN*.
<https://ssrn.com/abstract=3940074>
- Eisfeldt, A., & Papanikolaou, D. (2013). Organizational capital and the cross-section of expected returns. *Journal of Finance*, 67(4), 1365–1406.
- Eisfeldt, A., Kim, E., & Papanikolaou, D. (2020). Intangible value. *SSRN*.
<https://ssrn.com/abstract=3720983>
- Fama, E. F., & French, K. R. (2015). A five-factor asset pricing model. *Journal of Financial Economics*, 116(1), 1–22.
- 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>
- Hou, K., Mo, H., Xue, C., & Zhang, L. (2021). An augmented q-factor model with expected growth. *Review of Finance*, 25(1), 1–41.
- Hou, K., Xue, C., & Zhang, L. (2015). Digesting anomalies: An investment approach. *Review of Financial Studies*, 28(3), 650–705
- Kleibergen, F., & Zhan, J. (2022). Factor models and weak identification. *arXiv preprint arXiv:2206.13600*. <https://arxiv.org/abs/2206.13600>
- Li, Y. (2025). The changing factor structure of stock returns: The rise of intangible investment. *arXiv preprint arXiv:2505.16336*. <https://arxiv.org/abs/2505.16336>
- Mohamad Chaidir, Grace Yulianti, & Benardi Benardi. (2024). Pengaruh Volatilitas Ekuitas dan Leverage terhadap Risiko Investasi. *Jurnal Visi Manajemen*, 10(1), 42–53. <https://doi.org/10.56910/jvm.v10i1.556>
- Nowell, L. S., Norris, J. M., White, D. E., & Moules, N. J. (2017). Thematic analysis: Striving to meet the trustworthiness criteria. *International Journal of Qualitative Methods*, 16(1), 1–13.
- Oswald, D., Simpson, A., & Zarowin, P. (2020). The information benefits of R&D capitalization. *SSRN*.
- Park, H. (2022). An intangible-adjusted book-to-market ratio still predicts stock returns. *Critical Finance Review*, 11, 265–297.
- Park, J. (2022). The role of intangible assets in cross-sectional return prediction. *Journal of Accounting Research*, 60(3), 895–933. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12421>
- Penman, S. (2021). Accounting for risk. *Foundations and Trends® in Accounting*, 16(1-2), 1–135.
- Penman, S. (2025). Empirical research on capitalizing intangible assets is logically incoherent. *SSRN*. <https://ssrn.com/abstract=4982366>
- Penman, S. H., & Yehuda, N. (2019). A matter of principle: Accounting reports convey both cash-flow news and discount-rate news. *Review of Accounting Studies*, 24(2), 684–709. <https://doi.org/10.1007/s11142-018-9482-6>
- Penman, S. H., & Zhang, X. (2021). Connecting book rate of return to risk and return: The information conveyed by conservative accounting. *Review of Accounting Studies*, 26(1), 391–423.
- Penman, S. H., & Zhang, X. (2025). Accounting for asset pricing factors. *Journal of Business Finance & Accounting*, 52(3), 1557–1584.

- Penman, S. H., & Zhang, X. J. (2025). Building accounting-based asset pricing models that reflect the accounting: Conservatism and double-entry matter. *Journal of Economic Theory*, 210, 105614. <https://doi.org/10.1016/j.jet.2024.105614>
- Penman, S., & Yehuda, N. (2019). A matter of principle: The identification of cash-flow news and discount-rate news in financial statements. *Management Science*, 65(12), 5584–5602.
- Penman, S., & Zhang, X. (2025). Deriving Fama and French factors. *SSRN*. <https://ssrn.com/abstract=4895017>
- Pope, C., Mays, N., & Popay, J. (2007). *Synthesizing qualitative and quantitative health evidence: A guide to methods*. Open University Press.
- Snyder, H. (2019). Literature review as a research methodology: An overview and guidelines. *Journal of Business Research*, 104, 333–339.
- Tranfield, D., Denyer, D., & Smart, P. (2003). Towards a methodology for developing evidence-informed management knowledge by means of systematic review. *British Journal of Management*, 14(3), 207–222.
- Yessica Amelia, Ngadi Permana, & Sarah Fitriyani. (2025). The Impact Of Tax Reforms On Stock Market Efficiency: A Study On Policy Changes And Market Dynamics. *Indonesian Economic Review*, 5(1), 01-11. <https://doi.org/10.53787/iconv.v5i1.39>
- Yulianti, G. & G. Ayu Utari. (2022). Analisis Kinerja Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Sektor Farmasi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ekonomika*, 6(2), 386–403. <https://doi.org/https://www.researchgate.net/publication/362218467>
- Zhang, X. (2000). Conservative accounting and equity valuation. *Journal of Accounting and Economics*, 29(1), 125–149.