DETERMINAN *RETURN* SAHAM
(STUDI PADA PERUSAHAAN PERTAMBANGAN YANG TERDAFTAR DI BEI PERIODE 2013-2015)

Oleh:
Muhammad Izza
135020300111081

Dosen Pembimbing:
Putu Prima Wulandari, SE., MSA., Ak.

Minyak telah menjadi salah satu determinan penting dalam ekonomi global dan berpengaruh pada perubahan harga saham. Selain itu, perubahan saham juga dipengaruhi oleh kinerja perusahaan selama satu periode yang tersirat pada rasio keuangan perusahaan. Selanjutnya, penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh harga minyak dunia yang mengacu pada harga minyak OPEC dan rasio keuangan yang dicerminkan oleh rasio profitabilitas, likuiditas, *leverage* keuangan, efisiensi, rasio pasar, arus kas operasi dan ukuran perusahaan terhadap *return* saham. Penelitian ini merupakan penelitian eksplanatori yang menggunakan data kuantitatif. Penelitian ini menggunakan sampel sebanyak 33 perusahaan sektor pertambangan periode 2013-2015. Dari hasil analisis regresi berganda yang dilakukan, Harga Minyak Dunia, Profitabilitas, Efisiensi, dan Rasio Pasar terbukti berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Sedangkan Likuiditas, *Leverage* Keuangan, Arus Kas Operasi, dan Ukuran Perusahaan tidak berpengaruh terhadap *return* saham. Adapun penelitian ini diharapkan dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan oleh investor dan analis pasar modal mengenai faktor yang harus diperhatikan demi pengoptimalan *return* saham terutama pada kondisi harga minyak yang cenderung menurun sejak awal 2013.

Kata kunci : *Harga minyak dunia, rasio keuangan, return saham, perusahaan pertambangan*

1. Pendahuluan

Return saham merupakan manfaat yang diperoleh dari investasi saham (Hartono, 2013: 235). *Return* ini diperoleh dari selisih antara nilai investasi saat ini dengan nilai saat investasi dibeli yang bisa saja bernilai negatif maupun positif. Nilai ini muncul akibat banyak faktor yang secara umum terbagi menjadi 3 kategori yaitu *firm-specific factor*, *market factor*, dan *economy-wide factor* (Scott, 2014: 86). Salah satu *economy-wide factor* yang paling sering diperhatikan oleh investor adalah harga minyak dunia (Sadorsky, 2008).

Harga minyak merupakan faktor penting dalam menentukan *return* harga saham, terutama bagi perusahaan minyak dan gas (Sanusi dan Ahmad, 2016). Menurut Sadorsky (2008), kenaikan harga minyak akan membuat harga saham mengalami kenaikan. Selain mempengaruhi pendapatan dan beban operasional perusahaan (Mohanty *et al*, 2013), harga minyak dunia juga mempengaruhi seberapa besar arus kas masa depan perusahaan menurut Huang *et al*, (1996) dalam Gupta (2016). Namun Chen (2010) mengemukakan bahwa

kenaikan harga minyak menyebabkan probabilitas yang lebih tinggi untuk munculnya tren penurunan harga saham dalam jangka panjang. Hal ini mengindikasikan bahwa kenaikan harga minyak malah membuat *return* saham lama-kelamaan malah akan menurun.

Penurunan harga minyak dalam 3 tahun terakhir telah mencapai angka yang signifikan dan berada di luar ekspektasi pasar. Berdasarkan data dari www.opec.org, harga minyak dunia pada 13 Februari 2013 pernah mencapai $114,94 per barrel berbeda dengan harga minyak hari ini 13 Desember 2016 yang hanya $50,96 per barrel. Menanggapi hal ini, OPEC sebagai organisasi penghasil minyak terbesar di dunia kemudian memutuskan untuk menurunkan produksi minyak secara besar-besaran hingga 1,2 juta barrel per hari untuk mengangkat kembali harga minyak dunia hingga kisaran 3% dan kebijakan ini akan mulai efektif mulai Januari 2017 (www.bbc.com/indonesia/indonesia-38166084). Keputusan ini tentu saja bisa mengubah harga minyak dunia dan berpengaruh kepada pasar modal terutama *return* saham.

Selain *economy-wide factor* seperti harga minyak dunia, harga saham sangat berkaitan dengan *firm-specific factor* yang khas dari tiap perusahaan pada tiap industri. Salah satu *firm-specific factor* yang sering diperhatikan investor adalah rasio keuangan. Rasio keuangan adalah angka yang dihasilkan dari membandingkan satu pos laporan keuangan dengan pos lainnya yang berhubungan secara relevan (Meriewaty dan Setyani, 2005). Dengan rasio keuangan, maka akan mudah untuk diungkapkan berbagai indikator yang dapat mengungkapan kondisi keuangan maupun kinerja yang telah dicapai oleh suatu perusahaan pada suatu periode tertentu (Meriewaty dan Setyani, 2005). Selain itu, rasio keuangan juga bisa digunakan untuk memprediksi performa perusahaan di masa depan (Delen *et al*, 2013), sehingga investor bisa menilai apakah nantinya investasinya masih menguntungkan atau merugikan.

Namun dalam mengambil keputusan, investor yang rasional sebaiknya tidak hanya melihat rasio keuangan dari laporan keuangan perusahaan. Misalnya saja setelah memperoleh informasi dari laporan keuangan kemudian serta merta membeli atau menjual sahamnya. Padahal sudah diketahui bahwa laporan keuangan perusahaan biasa mengalami *window dressing* supaya kinerja perusahaan dalam suatu periode bisa terlihat baik (Purwanti *et al*, 2015). Kejadian *window dressing* oleh seperti yang dilakukan Toshiba kurun 2008-2015 menyebabkan investor harus menilai kembali seberapa relevan tingkat informasi akuntansi yang disediakan perusahaan. Untuk itu, investor perlu untuk mengolah informasi yang tersedia demi pengoptimalan *return* saham yang dimilikinya.

2. Penelitian Terdahulu

Penelitian tentang apakah kualitas informasi dari laporan keuangan yang diproksikan melalui rasio keuangan terhadap besarnya *return* saham dilakukan oleh Martani *et al* (2009) dengan menggunakan rasio profitabilitas, likuiditas, *leverage*, *market ratio*, ukuran perusahaan, dan arus kas. Hasil penelitian tersebut semakin memperkuat teori yang sudah ada bahwa rasio keuangan bisa digunakan sebagai prediktor *return* saham. Dari berbagai variabel yang diuji, rasio profitabilitas, likuiditas, *turnover*, *market ratio*, dan ukuran perusahaan memperlihatkan hasil yang signifikan sedangkan rasio lainnya tidak. Selain itu, dari hasil yang diperoleh melalui penelitian ini adalah laporan keuangan hanya menjelaskan sekitar 39,1% yang menandakan bahwa terdapat faktor lain selain laporan keuangan yang mempengaruhi perubahan *return* saham.

Penelitian dari Mohanty *et al* (2012) menyatakan bahwa perubahan harga minyak mempengaruhi perubahan *return* saham. Dalam penelitian tersebut dibuat model yang meneliti bagaimana *return* dari 52 perusahaan gas dan minyak yang dijadikan sampel menanggapi perubahan ketika harga minyak dunia naik dan ketika harga minyak dunia turun. Hasilnya adalah kenaikan dan penurunan harga minyak dunia secara signifikan mempengaruhi perubahan *return* saham. Selain itu, Mohanty *et al* (2012) juga meneliti apakah perubahan *return* saham yang diakibatkan oleh perubahan harga minyak dunia juga diikuti oleh faktor-faktor *firm specific* dari masing-masing perusahaan. Hasilnya adlaah perubahan harga minyak dunia bersama dengan faktor-faktor perusahaan seperti ROA, *size*, dan *leverage* mempengaruhi perubahan *return* saham.

Penelitian dari Sanusi dan Ahmad (2016) juga dilaksanakan untuk mengetahui apakah harga minyak dunia berpengaruh terhadap perubahan *return* saham pada perusahaan minyak dan gas di Inggris Raya (UK). Penelitian ini mengkombinasikan harga minyak dunia dengan *systematic risk* (beta), *firm's size*, *book-to-market ratio*, dan *momentum* serta dekomposisi dari perubahan harga minyak sebagai variabel penjelas *return* saham. Hasilnya adalah *oil price change*, *market risk*, *dan firm's size* menjelaskan perubahan atas *return* saham perusahaan minyak dan gas. Sedangkan *book-to-market ratio* dan *momentum* tidak signifikan mempengaruhi *return* saham perusahaan minyak dan gas.

Penelitian Chen *et al* (1986) bertujuan untuk mengetahui apakah variable makro ekonomi memang merupakan risiko yang bisa mempengaruhi *return* saham pada pasar modal. Penelitian ini menggunakan variabel *inflation*, *Treasury-bill rate*, *Long-term government bonds, industrial production, Low-grade bonds, Equally weighted equities, value*

weighted equities, consumption, dan *oil price*. Hasil dari penelitian ini adalah harga minyak bukan merupakan faktor makro yang secara individual mempengaruhi *return* saham.

Penelitian Gupta (2016) bertujuan untuk faktor Negara, kompetisi, dan hubungan asimetris antara harga minyak dengan saham berpengaruh terhadap *return* saham. Hasil penelitian ini adalah tekanan harga minyak dan *market stress* memiliki pengaruh yang kuat terhadap *return* saham.

3. Metode Penelitian

3.1 Data

Data kuantitatif pada penelitian ini adalah harga minyak dunia OPEC, harga penutupan saham perusahaan pertambangan tahun berikutnya ($_{t+1}$), dan angka-angka pada laporan keuangan perusahaan pertambangan yang selanjutnya diolah menjadi rasio keuangan untuk menguji hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini.

Penelitian ini menggunakan sumber data sekunder. Data sekunder adalah informasi yang dikumpulkan dari sumber yang telah tersedia misalnya *website*, publikasi pemerintah, analisa industri dari media, dan sebagainya (Sekaran dan Bougie, 2013:113). Data sekunder yang digunakan dalam penelitian ini adalah harga minyak dunia yang diperoleh melalui *website* www.quandl.com, laporan keuangan tahunan perusahaan yang diperoleh melalui *website* resmi BEI www.idx.com, dan dilengkapi dengan laporan keuangan tahunan perusahaan serta harga saham bulanan yang diperoleh melalui *website* www.osiris.bvdinfo.com.

3.2 Sampel Penelitian

Sampel penelitian ini adalah perusahaan sektor pertambangan yang terdaftar di BEI hingga tahun 2015. Selain itu, perusahaan-perusahaan tersebut harus aktif diperdagangkan di bursa saham serta secara rutin menerbitkan laporan keuangan tahunan periode 2012-2015. Kemudian, perusahaan juga harus memiliki nilai ekuitas yang positif untuk menghindari bias pada salah satu rasio keuangan yang dijadikan proksi variabel. Berdasarkan kriteria *purposive sampling* tersebut, diperoleh 33 perusahaan sektor pertambangan yang menjadi sampel untuk penelitian ini.

3.3 Metode Penelitian

Penelitian ini menggunakan analisis regresi dengan alat analisis statistic SPSS 21. Hal ini dilakukan untuk mengetahui pengaruh antara variabel dependen yaitu *return* saham dengan variabel independen yaitu harga minyak dunia, profitabilitas, likuiditas, *leverage* keuagan,

efisiensi, rasio pasar, arus kas operasi, dan ukuran perusahaan. Hubungan antar variabel tersebut dapat dirumuskan dalam persamaan sebagai berikut:

$$\begin{aligned}\text{Return}_{t-1} &= \alpha_0 + \beta_1 Harga\ Minyak\ Dunia_t + \beta_2 Profitabilitas_t + \beta_3\ Likuiditas_t \\ &+ \beta_4\ Leverage\ Keuangan_t + \beta_5\ Efisiensi_t + \beta_6\ Rasio\ Pasar_t \\ &+ \beta_7\ Arus\ Kas\ Operasi_t + \beta_9\ Ukuran\ Perusahaan_t + \varepsilon_{it}\end{aligned}$$

Di mana $Return_{t-1}$ merupakan rata-rata selisih harga pembukaan dan penutupan masing-masing emiten tiap bulan pada tahun sebelumnya, α0 adalah konstanta, Harga Minyak Dunia menggunakan rata-rata selisih harga pembukaan dan penutupan minyak OPEC, Profitabilitas menggunakan Return on Equity (ROE), Likuiditas menggunakan Current Ratio (CR), *Leverage* Keuangan menggunakan Debt to Equity Ratio (DER), Efisiensi menggunakan Total Asset Turnover (TATO), Rasio Pasar menggunakan Price to Book Value (PBV), Arus Kas Operasi menggunakan Cash Flow from Operating Activities/Sales (CFO/Sales), dan Ukuran Perusahaan menggunakan Log Total Asset (LogTA).

4. Hasil Penelitian

Berdasarkan hasil analisis regresi berganda, dapat disimpulkan bahwa variabel Harga Minyak Dunia berpengaruh terhadap *return* saham. Hasil penelitian ini didukung oleh hasil penelitian Huang *et al* (1996), Miller dan Rati (2009), dan Sanusi dan Ahmad (2016) dan tidak konsisten dengan penelitian Sawyer dan Nandha (2004) dan Chen *et al* (1986). Selain itu, koefisien regresi bernilai -0,005 menunjukkan bahwa tiap kenaikan 1 US$ Harga Minyak Dunia akan diikuti dengan kenaikan *return* saham sebesar -0,005 poin. Perubahan harga minyak dunia merupakan faktor makro ekonomi yang pada zaman modern ini telah menjadi penggerak utama ekonomi. Perubahan harga minyak sering dikaitkan dengan inflasi dan GDP suatu negara (Chen, 2010). Penelitian Driesprong *et al* (2008) menyatakan bahwa kenaikan harga minyak menyebabkan harga saham emiten secara umum mengalami penurunan kecuali sektor pertambangan minyak. Hal ini dikarenakan kenaikan harga minyak merupakan penyebab inflasi karena akan menyebabkan biaya produksi suatu barang menjadi naik dan tentu saja produsen akan menaikkan harga jual barang tersebut sehingga tetap mencatatkan laba. Kenaikan harga ini tentu menimbulkan penurunan permintaan dari konsumen yang mungkin beralih untuk membeli barang lain. Ketika penurunan permintaan penjualan terjadi, maka perusahaan akan kehilangan penjualan dan akan mencatat penurunan laba. Penurunan laba ini tentu menjadi *signal* negatif bagi investor karena laba diidentikkan dengan performa perusahaan. Jika performa perusahaan menurun akibat penurunan penjualan, maka investor

akan cenderung menjual saham mereka demi meminimalkan kerugian. Ketika banyak investor yang menjual saham, tentu akan diikuti dengan penurunan harga saham. Jika harga saham menurun, maka *return* saham juga menurun. Karena secara umum bursa saham mengalami penurunan harga, maka mengakibatkan perusahaan sektor pertambangan yang memiliki kapitalisasi kecil di bursa juga terpengaruh oleh hal tersebut. Chen (2010) menyatakan bahwa adanya kenaikan harga minyak dunia berpotensi membawa bursa saham ke tren *bearish*.

Data Persentase Kapitalisasi Sektor Pertambangan

Tahun	Nilai Kapitalisasi Sektor Pertambangan*	Nilai Kapitalisasi BEI*	% Kapitalisasi Sektor Pertambangan
2013	259.362	4.219.020	6,15%
2014	255.126	5.228.043	4,88%
2015	161.495	4.872.702	3,31%

Sumber: www.idx.co.id
*dalam jutaan Rupiah

Kemudian dapat disimpulkan bahwa variabel Profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Hasil penelitian ini didukung oleh hasil penelitian Martani *et al* (2009) dan Rufaida (2015) dan tidak konsisten dengan penelitian Susilowati dan Turyanto (2011) dan Bukit dan Anggono (2013). Selain itu, koefisien regresi bernilai 0,055 menunjukkan bahwa tiap kenaikan 1% ROE akan diikuti dengan kenaikan *return* saham sebesar 0,055%. Laba merupakan tujuan utama perusahaan. Perusahaan akan mampu bertahan jika mampu menghasilkan laba secara konsisten. Kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba disebut profitabilitas. Profitabilitas dapat diukur melalui beberapa rasio keuangan misalnya *Return On Equity* (ROE). *Return On Equity* (ROE) merupakan rasio keuangan yang sering digunakan oleh manajemen untuk menunjukkan performa perusahaan dalam satu periode. ROE menggambarkan berapa tingkat keuntungan yang diperoleh oleh setiap unit moneter modal yang diinvestasikan oleh investor. Berdasarkan *signaling theory*, makin tinggi Profitabilitas menandakan semakin besar keuntungan yang diperoleh oleh investor. Dengan tingginya Profitabilitas, tentu akan menjadi *signal* yang menarik perhatian investor lain untuk membeli saham sehingga harga saham pun akan naik. Ketika harga saham naik, maka *return* saham juga akan naik.

Selanjutnya dapat disimpulkan bahwa variabel Likuiditas tidak berpengaruh terhadap *return* saham. Hasil penelitian ini didukung oleh hasil penelitian Martani *et al* (2009), Erari (2014) dan Ariyani (2016) dan tidak konsisten dengan penelitian Shadkam Aga (2013). Likuiditas mengukur kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban yang jatuh tempo dalam satu periode. Salah satu rasio keuangan yang digunakan untuk mengukur likuiditas adalah *Current Ratio* (CR). *Current Ratio* (CR) menggambarkan seberapa likuid perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya dengan menggunakan aset-aset lancarnya. Semakin tinggi CR menandakan semakin tinggi pula kemampuan perusahaan melunasi kewajiban yang dalam waktu dekat akan jatuh tempo. Kemampuan ini dilihat berbeda oleh dua sumber modal perusahaan yaitu investor dan kreditur. Bagi kreditur, tingginya Likuiditas merupakan *signal* yang baik karena menandakan perusahaan cenderung aman menghadapi kesulitan likuiditas dan diharapkan mampu melunasi hutang-hutangnya. Bahkan *Current Ratio* juga sering disebut sebagai *Banker's Ratio.* Sedangkan bagi investor, Likuiditas yang tinggi akan menarik perhatian karena menandakan bahwa perusahaan dapat mengelola operasionalnya dengan baik sehingga risiko gagal bayar dalam jangka pendek rendah. Ketika risiko perusahaan rendah, maka akan menarik investor untuk membeli saham sehingga harga saham akan naik. Ketika harga saham naik, maka *return* saham juga meningkat. Namun jika dilihat dari sudut pandang yang berbeda, tingginya Likuiditas juga menjadi *signal* bahwa perusahaan kurang mampu menggunakan aset-aset lancarnya untuk mendapatkan keuntungan. Asumsikan bahwa nilai utang berubah konstan dan Likuiditas tetap tinggi, hal ini menandakan bahwa perusahaan tidak mampu menggunakan aset-aset lancanya secara efisien. Jika investor jeli, maka tingginya Likuiditas bukan merupakan sesuatu yang istimewa. Ketika CR tinggi, menunjukkan bahwa perusahaan mampu memenuhi kewajiban jangka pendeknya namun bisa juga karena ketidakefisienan perusahaan menggunakan asetnya. Di kala Likuiditas rendah, menunjukkan bahwa perusahaan kesulitan dalam memenuhi kewajiban lancarnya. Selain itu, CR juga tidak bisa digunakan untuk memprediksi pola arus kas masuk dan arus kas keluar, serta bagaimana kecukupan arus kas masuk untuk menutupi arus kas keluar. Padahal ukuran likuiditas terbaik adalah arus kas masuk masa depan (Subramanyam dan Wild, 2013:244). Dengan keterbatasan tersebut membuat investor tidak memperhatikan *signal* perusahaan melalui CR.

Kemudian berdasarkan hasil analisis regresi berganda, dapat disimpulkan bahwa variabel *Leverage Keuangan* tidak berpengaruh terhadap *return* saham. Hasil penelitian ini didukung oleh hasil penelitian Martani *et al* (2009), Erari (2014) dan Rufaida (2015) dan tidak konsisten dengan penelitian Susilowati dan Turyanto (2011). Struktur modal

perusahaan berasal dari dua sumber yaitu liabilitas dan ekuitas. Proporsi liabilitas dan ekuitas perusahaan tidak sama tergantung dengan kebijakan manajemen perusahaan. Namun kebijakan struktur modal senantiasa diharapkan agar tercapai proporsi yang optimal sehingga tidak mengganggu kepentingan pemegang saham dan membawa perusahaan menghadapi risiko *financial distress*. Rasio keuangan yang digunakan untuk mengukur proporsi liabilitas dan ekuitas adalah *Debt to Equity Ratio* (DER). *Debt to Equity Ratio* (DER) memperlihatkan seberapa besar perusahaan menggantungkan usahanya terhadap modal liabilitas atau utang dibandingkan dengan utang ekuitas. Keberadaan modal liabilitas dan ekuitas ini dibahas pada penelitian Mondigliani dan Miller yang menyebutkan bahwa terdapat *trade-off* antara liabilitas dan ekuitas. Menurut *trade-off theory*, keberadaan liabilitas memiliki dampak positif bagi pemegang saham yaitu terkait dengan dividen dan jumlah kepemilikan perusahaan. Semakin tinggi rasio utang atas ekuitas yang disimbolkan melalui DER, menandakan bahwa perusahaan semakin tergantung dengan modal dari pihak ketiga dan tidak bisa menghasilkan laba dan memiliki laba yang cukup untuk membiayai berbagai pengeluaran dan proyeknya. Selain itu, semakin tinggi utang maka meningkatkan risiko sistematis yang dihadapi oleh perusahaan karena semakin terlilit dengan bunga pinjaman. Namun, dari sudut pandang yang berbeda dapat dikatakan bahwa perusahaan yang menerbitkan utang merupakan perusahaan yang ingin melindungi kepentingan investornya saat ini. Dengan menambah utang, maka tidak ada perubahan yang berarti dalam komposisi pemegang saham sehingga nantinya laba yang diperoleh dapat diatribusikan untuk membayar bunga dan dividen. Selain itu, kenaikan harga komoditas pertambangan seperti minyak bumi, batubara, emas, nikel, dan sebagainya memunculkan optimisme bagi investor sehingga mempermasalahkan tingkat utang perusahaan. Hal ini dikarenakan utang yang saat ini dimiliki oleh perusahaan optimis bisa dilunasi karena adanya proyeksi perbaikan penjualan akibat kenaikan produksi yang diiringi dengan peningkatan harga komoditas. Bagi investor, *Leverage Keuangan* bukan merupakan rasio keuangan yang harus dilihat lebih lanjut tergantung pada ukuran perusahaan, tipe bisnis, dan risiko perusahaan. Karena faktor-faktor tersebut, investor lebih tertarik pada kemampuan perusahaan dalam mengubah utang menjadi laba (Stefano, 2015)

Berdasarkan hasil analisis regresi berganda, dapat disimpulkan bahwa variabel Efisiensi berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Hasil penelitian ini didukung oleh hasil penelitian Martani *et al* (2009) dan tidak konsisten dengan Ariyani (2016) dan Stefano (2015). Selain itu, koefisien regresi bernilai -0,014 menunjukkan bahwa tiap kenaikan 1% Efisiensi akan diikuti dengan penurunan *return* saham sebesar -0,014%. *Total Asset Turnover* (TATO) menggambarkan seberapa efisien sebuah perusahaan mampu menggunakan asetnya

untuk mengasilkan penjualan (Ross *et al* (2009:85). Pada umumnya rasio ini menggambarkan produktivitas tiap aset perusahaan atau tingkat penjualan dari setiap aset yang diinvestasikan (Subramanyam dan Wild, 2013:159). Semakin tinggi Efisiensi, maka semakin besar kemampuan aset dalam menciptakan penjualan. Dengan tingginya penjualan maka akan menghasilkan laba yang makin besar. Hal ini akan menarik investor untuk membeli saham perusahaan sehingga harga saham akan naik. Ketika harga saham naik, maka akan meningkatkan *return* saham. Namun hal ini harus diteliti lebih cermat karena bisa saja perusahaan meningkatkan Efisiensi dengan menurunkan investasi pada aset sehingga jumlah aset berkurang padahal penjualan konstan. Misalkan perusahaan memiliki kebijakan untuk mengurangi atau membatasi tingkat piutang perusahaan yang merupakan aset perusahaan, sehingga jika diasumsikan penjualan konstan maka nilai Efisiensi meningkat. Mungkin pada satu titik hal ini akan bermanfaat, namun pada waktu yang berbeda bisa saja kebijakan ini akan menghasilkan penurunan penjualan dan manfaat yang diperoleh dari rendahnya piutang akan tertutupi oleh penurunan penjualan. Hal yang sama juga bisa dilihat ketika perusahaan menurunkan tingkat persediaan. Jika persediaan menurun, maka perusahaan menghadapi risiko kehabisan barang dan kehilangan penjualan. Tentunya hal ini bukanlah apa yang diharapkan oleh investor. Sehingga, investasi dalam aset bukan harus diturunkan untuk meningkatkan Efisiensi, namun harus dioptimalkan (Subramanyam dan Wild, 2013:160)

Selanjutnya berdasarkan hasil analisis regresi berganda, dapat disimpulkan bahwa variabel Rasio Pasar berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Hasil penelitian ini didukung oleh hasil penelitian Martani *et al* (2009) dan Bukit dan Anggono (2013). Selain itu, koefisien regresi bernilai 0,008 menunjukkan bahwa tiap kenaikan 1% Rasio Pasar akan diikuti dengan peningkatan *return* saham sebesar 0,008%. Rasio nilai pasar terhadap nilai buku membandingkan harga pasar investasi perusahaan dengan harga perolehannya. Jika nilai Rasio Pasar sama dengan satu atau kurang dari satu, maka dikatakan bahwa perusahaan masih belum bisa memberikan nilai lebih bagi pemegang sahamnya. Sedangkan semakin tinggi Rasio Pasar, maka bisa dikatakan bahwa perusahaan semakin baik dalam memberikan nilai bagi pemegang sahamnya. Kemudian, Rasio Pasar juga dikaitkan dengan profitabilitas dan kemampuan dalam menghasilkan *future cashflow* suatu perusahaan. Fairfield (1994) menyatakan bahwa Rasio Pasar merupakan sebuah persamaan yang menggambarkan tingkat profitabilitas di masa yang akan datang. Semakin tinggi Rasio Pasar, menggambarkan semakin tinggi optimisme dan harapan investor terhadap kinerja perusahaan di masa yang akan datang. Hal ini tentu menarik perhatian investor untuk membeli saham perusahaan. Dengan naiknya harga saham, maka *return* saham juga meningkat.

Selain itu berdasarkan hasil analisis regresi berganda, dapat disimpulkan bahwa variabel Arus Kas Operasional tidak berpengaruh terhadap *return* saham. Hasil penelitian ini didukung oleh hasil penelitian Martani *et al* (2009) dan tidak konsisten dengan penelitian Luo (2008) dan Yoon dan Miller (2003). Investor seringkali melihat performa perusahaan berdasarkan laba yang dihasilkan. Namun, ada indikator penting lain yang diperhatikan oleh investor yaitu bagaimana arus kas perusahaan. Perusahaan yang baik menurut investor adalah perusahaan yang di masa mendatang mampu menghasilkan kenaikan arus kas. Kenaikan atau penurunan arus kas tentu tidak hanya dilihat dari aktivitas operasinya saja karena menandakan bahwa investor menilai aliran kas perusahaan secara parsial. Selain itu, dalam aktivitas operasi juga terdapat komponen *unusual sources of operating cashflow* yang bisa membuat bias (Luo, 2008). Untuk menghindari tersebut, maka aliran kas lebih baik jika dilihat secara holistik dengan memperhatikan ketiga aktivitas arus kas yaitu *operating*, *investing* dan *financing*.

Selanjutnya berdasarkan hasil analisis regresi berganda, dapat disimpulkan bahwa variabel Ukuran Perusahaan tidak berpengaruh terhadap *return* saham. Hasil penelitian ini didukung oleh hasil penelitian Osamwonyi dan Ajao (2011) dan tidak konsisten dengan penelitian Nguyen *et* al (2004) dan Ahmad *et al* (2013). Ukuran perusahaan atau *size firm* perusahaan pertambangan yang *listing* di BEI bervariasi jika dikelompokkan berdasarkan total asetnya. Menurut teori, perusahaan besar akan memperoleh *return* saham yang lebih kecil daripada perusahaan kecil. Hal ini dikarenakan harga saham perusahaan besar cenderung stabil dan volatilitasnya rendah, berbeda dengan perusahaan kecil yang harga sahamnya mudah berubah. Dengan perbedaan stabilitas harga ini, maka juga berpengaruh terhadap besarnya *return* saham yang diperoleh oleh investor. Selain itu, ada perusahaan yang secara individual mengalami kesulitan keuangan namun karena industri yang menaungi sedang berkembang sehingga investor secara irasional menilai saham perusahaan tersebut sehingga nilainya naik. Sedangkan ada perusahaan yang secara individual dalam keadaan baik namun karena industri yang menaungi sedang lesu sehingga investor secara irasional menilai saham perusahaan tersebut rendah sehingga nilainya turun.

Selain itu, hasil uji F menyatakan bahwa variabel harga minyak dunia pada saat yang bersamaan dengan rasio profitabilitas, likuiditas, *leverage*, perputaran usaha, rasio tingkat pasar, arus kas operasi, dan ukuran perusahaan mempengaruhi *return* saham perusahaan pertambangan yang terdaftar di BEI periode 2013-2015. Kemudian hasil koefisien determinasi menunjukkan bahwa pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen

return saham yang dapat dijelaskan oleh model persamaan ini adalah sebesar 19,80% dan sisanya sebesar 80,20% dijelaskan oleh faktor-faktor lain di luar model.

5. Simpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh Harga Minyak Dunia dan rasio keuangan perusahaan. Berdasarkan hasil penelitian dapat disimpulkan bahwa Harga Minyak Dunia dan beberapa rasio keuangan perusahaan seperti Profitabilitas, Efisiensi, dan Rasio Pasar berpengaruh terhadap *return* saham. Sedangkan rasio keuangan seperti Likuiditas, *Leverage* Keuangan, Arus Kas Operasi, dan Ukuran Perusahaan tidak berpengaruh terhadap *return* saham.Profitabilitas dan Rasio Pasar berpengaruh secara positif terhadap *return* saham yang menandakan bahwa peningkatan Profitabilitas dan Rasio Pasar akan membuat *return* saham juga meningkat. Semakin tinggi Profitabilitas dan Rasio Pasar, menunjukkan perusahaan telah beroperasi dengan baik. Hal ini menjadi *signal* positif bagi investor untuk membeli saham. Hal ini akan membuat harga saham meningkat dan diikuti peningkatan *return* saham.

Sementara itu, Harga Minyak Dunia dan Efisiensi berpengaruh secara negatif terhadap *return* saham yang menandakan bahwa peningkatan harga minyak dunia Harga Minyak Dunia dan Efisiensi akan membuat *return* saham turun. Harga Minyak Dunia dan Efisiensi yang meningkat diasosiasikan dengan peningkatan biaya produksi. Peningkatan biaya produksi tentu bukanlah hal yang diinginkan oleh investor karena akan meningkatkan harga jual produk dan menurunkan penjualan. Penurunan penjualan tentu membuat laba juga menurun. Sedangkan Efisiensi yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan mengurangi investasinya pada aset. Padahal aset merupakan sumber daya yang dimiliki perusahaan untuk meraup laba di masa mendatang. Kedua faktor ini menjadi *signal* negatif yang membuat investor cenderung melepas saham mereka dan membuat harga saham turun. Hal ini akan diikuti penurunan *return* saham.

Keterbatasan penelitian ini adalah analisis data panel dengan menggunakan SPSS 21 yang hanya mampu menghasilkan model *common effect* sehingga tidak dapat menentukan model *fix* atau *random effect* yang terjadi. Sehingga saran untuk penelitian selanjutnya adalah menggunakan alat statistik yang mampu mengolah data panel untuk menghasilkan model *fix effect* atau *random effect* dan menentukan model yang terbaik di antara keduanya.

DAFTAR PUSTAKA

Aga, B. S., Mogaddam, V. F., dan Smadiyan, B. (2013). Relationship between Liquidity and Stock Returns in Companies in Tehran Stock Exchange. *Applied Mathematics in Engineering, Management and Technology*, 1(4), 278-265.

Ahmad, H., Fida, B. A., dan Zakaria, M. (2013). The Co-determinants of Capital Structure and Stock Returns: Evidence from the Karachi Stock Exchange. *The Lahore Journal of Economics*, 18(1), 81-92.

Ariyanti, A. I. (2016). Pengaruh CR, TATO, NPM, dan ROA terhadap Return Saham. *Jurnal Ilmu dan Riset Manajemen*, 5(4).

Bukit, I. N. H. dan Anggono, A. H. (2013). The Effect of Price to Book Value (PBV), Dividend Payout Ratio (DPR), Return on Equity (ROE), Return on Asset (ROA), and Earning Per Share (EPS) Toward Stock Return of LQ 45 for the Period of 2006-2011. *Review of Integrative Business & Economics Researc*h, 2(2), 22-43.

Chen, Nai-Fu, Roll, R., dan Ross, S. A. (1986). Economic Forces and the Stock Market. *Journal of Business*, 59(3), 383-403.

Chen, SS. (2010). Do higher oil prices push the stock market into bear territory?. *Energy Economics*, 32, 490-495.

Delen, D., Kuzey, C., dan Uyar, A. (2013). Measuring Firm Performance Using Financial Ratios: A Decision Tree Approach. *Expert Systems with Applicatio*n, 40, 3970-3983.

Dhatt, M. S., Kim, Y. H., dan Mukherji, S. (1999). Relations between Stock Returns and Fundamental Variables: Evidence from a Segmented Market. *Asia-Pacific Financial Markets*, 6, 221-233.

Driesprong, G., Jacobsen, B., dan Maat, B. (2008). Striking oil: another puzzle?. *Journal of Financial Economics*, 89 (2), 307–327.

Erari, A. (2014). Analisis Pengaruh Current Ratio, Debt to Equity Ratio, dan Return on Asset terhadap Return Saham pada Perusahaan Pertambangan di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Bisnis*, 5(2), 174-191.

Fairfield, P. M. (1994). P/E, P/B, and the Present Value of Dividends. *Financial Analyst Journal*, 50(4), 23-31

Gupta, K. (2016). Oil Price Shocks, Competition, and Oil & Gas Stock Returns – Global Evidence. *Energy Economics*, 57, 140-153.

Hartono, J. (2013). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi Edisi Kedelapan*. Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta.

Huang, R. D., Masulis, R. W., Stoll, H. R. (1996). Energy Shocks and Financial Markets. *Journal of Futures Markets*, 16(1), 1-36.

Luo, M. (2008). Unusual Operating Cash Flows and Stock Returns. *Journal Accounting Public Policy*, 27, 420-429.

Martani, D., Mulyono, Khairurizka, R. (2009). The Effect of Financial Ratios, Firm Size, and Cashflow from Operating Activities in the Interim Report to the Stock Return. *Chinese Business Review*, 8(6), 44-55.

Meriewaty, D. dan Setyani, A. Y. (2005). Analisis Rasio Keuangan terhadap Perubahan Kinerja pada Perusahaan di Industri Food and Beverages yang terdaftar di BEJ. *Simposium Nasional Akuntansi VIII*, 277-287.

Miller, J. I. dan Ratti, R. A. (2009). Crude Oil and Stock Markets: Stability, Instability, and Bubbles. *Energy Economics*, 31, 559-568.

Mohanty, S. K., Akhigbe, A., dan Al-Khyal, T. A. (2013). Oil and Stock Market Activity when Prices go up and down: the Case of the Oil and Gas Industry. *Review of Quantitative Financial Accounting*, 41, 253-272.

Nguyen, Q. N., Fetherson, T. A., dan Batten, J. A. (2004). Size and Book-to-Market Effect in the Returns on Information Technology Stocks. *Research in Finance*, 21, 45-91.

Osamwonyi, I. O. dan Ajao, M. G. (2014). An Application of the Fama and French Three Factor Model in the Nigerian Stock Market. Indian Journal of Economics & Business, 13(3), 341-361.

PricewaterhouseCoopers. (2016). *Global Mining Report 2016.* Diakses dari www.pwc.com/mining/publications

Purwanti, L., Triyuwono, I., Irianto, G., dan Riduwan, A. (2015). Cosmetics and Tricks: Representing the Meanings of Earning Management Practices. *Procedia Social and Behavioral Sciences*, 211, 704-710.

Ross, S. A. (1977). The Determinants of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23-40.

Ross, S. A., Westerfield, R. W., dan Jordan, B. D. (2009). *Pengantar Keuangan Perusahaan Buku 1 Edisi 8*. (Ali Akbar Yulianto, Rafika Yuniasih, dan Christine, Penerjemah). New York: McGraw-Hill.

Rufaida, I. (2015). Pengaruh Profitabilitas, Solvabilitas, dan Rasio Pasar terhadap Returns Saham. *Jurnal Ilmu & Riset Akuntansi*, 4(4).

Sadorsky, P. (2008). Asessing the Impact of Oil Prices on Firms of Different Sizes: Its Tough being in the Middle. *Energy Policy*, 36, 3854-3861

Sanusi, M. S. dan Ahmad, F. (2016). Modelling Oil and Gas Stock Returns using Multi Factor Asset Pricing Model including Oil Price Exposure. *Finance Research Letters*, 18, 89-99.

Scott, W. R. (2014). *Financial Accounting Theory (7th Edition)*. Pearson Prentince Hall.

Sekaran, U. dan Bougie, R. (2013). *Research Methods for Business Sixth Edition*. Chichester: John Wiley and Sons Ltd.

Otoritas Jasa Keuangan. (2013). *Statistik Tahunan Pasar Modal tahun 2013*. Diakses dari www.ojk.go.id/pasar-modal/documents

Otoritas Jasa Keuangan. (2014). *Statistik Tahunan Pasar Modal tahun 2014*. Diakses dari www.ojk.go.id/pasar-modal/documents

Otoritas Jasa Keuangan. (2015). *Statistik Tahunan Pasar Modal tahun 2015*. Diakses dari www.ojk.go.id/pasar-modal/documents

Stefano, K. (2015). The Impact of Financial Ratio towards Stock Return of Property Industry in Indonesia. *iBuss Management*, 3(2), 222-231.

Subramanyam, K. R. dan Wild, J. J. (2013). *Analisis Laporan Keuangan Buku Dua - Edisi 10* (Dewi Yanti, Penerjemah). Jakarta: Salemba Empat.

Susilowati, Y. dan Turyanto, T. (2011). Reaksi Signal Rasio Profitabilitas dan Rasio Solvabilitas terhadap return Saham Perusahaan. *Dinamika Keuangan dan Perbankan*, 3(1), 17 – 37.

www.bbc.com/indonesia/indonesia-38166084 (diakses pada 15 Desember 2016)

www.kemenperin.go.id (diakses pada 19 Juli 2017)

www.opec.org

www.osiris.com

www.cnnindonesia.com/ekonomi/20170125105401-92-188777/bank-dunia-ramalkan-harga-komoditas-melonjak-di-2017

Yoon, S. S. dan Miller, G. 2003. The Functional Relationship Among Earnings, Cash Flow and Stock Returns in Korea. *Review of Accounting and Finance*, 2(1), 40-58.

Lampiran

Hasil Analisis Regresi

1. Koefisien Determinasi (R^2)

Model Summary[b]

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,445[a]	,198	,127	,04088416	2,068

a. Predictors: (Constant), UkuranPerusahaan, HargaMinyakDunia, RasioPasar, ArusKasOperasi, Likuiditas, Profitabilitas, LevKeuangan, Efisiensi

b. Dependent Variable: RETURNRIIL

2. Ketepatan Model (Uji F)

ANOVA[a]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,037	8	,005	2,782	,009[b]
	Residual	,150	90	,002		
	Total	,188	98			

a. Dependent Variable: RETURNRIIL

b. Predictors: (Constant), UkuranPerusahaan, HargaMinyakDunia, RasioPasar, ArusKasOperasi, Likuiditas, Profitabilitas, LevKeuangan, Efisiensi

3. Uji Signifikansi Variabel (Uji t)

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	,109	,090		1,218	,226		
	HargaMinyakDunia	-,005	,002	-,204	-2,143	,035	,985	1,015
	Profitabilitas	,055	,020	,311	2,839	,006	,744	1,343
	Likuiditas	,000	,001	-,023	-,241	,810	,942	1,062
	LevKeuangan	,003	,002	,125	1,251	,214	,892	1,121
	Efisiensi	-,014	,006	-,274	-2,524	,013	,758	1,319
	RasioPasar	,008	,003	,301	3,056	,003	,917	1,091
	ArusKasOperasi	-,001	,002	-,048	-,496	,621	,967	1,034
	UkuranPerusahaan	-,010	,007	-,149	-1,484	,141	,886	1,129

a. Dependent Variable: RETURNRIIL