

1 PENDAHULUAN

Latar Belakang

Penelitian ini mempelajari pengaruh *oil price shock* terhadap *return* saham tingkat sektoral di pasar modal Indonesia. Penelitian dampak *oil price shock* terhadap pasar modal penting dilakukan mengingat industri minyak dan gas bumi (migas) dan pasar modal merupakan dua hal yang penting bagi Indonesia. Minyak bumi berkontribusi sebesar 42% dari total bauran energi primer (*primary energy mix*), porsi yang besar walaupun pemerintah sudah berusaha melakukan diversifikasi dan konservasi energi (DEN 2016). Sejak penemuan lapangan minyak Telaga Said di Sumatera Utara pada tahun 1885, produksi minyak bumi Indonesia meningkat hingga mencapai puncak produksi 1.5 juta barel per hari pada tahun 1987. Seiring dengan berkurangnya tingkat produksi dan meningkatnya konsumsi minyak bumi dalam negeri, Indonesia harus beralih peran dari *exporter* menjadi *net importer* minyak bumi sejak tahun 2004 dan keluar dari *Organization of Petroleum Exporting Countries (OPEC)* pada tahun 2009. Harga minyak bumi dan jumlah produksi (*lifting*) minyak bumi merupakan asumsi utama dalam penetapan anggaran pendapatan dan belanja negara. Industri migas menghasilkan penerimaan non-pajak sebesar 17.1% dari keseluruhan penerimaan negara non-pajak, lebih besar daripada total penerimaan bagi hasil laba BUMN dan penerimaan dari sumber daya alam lainnya (Kemenkeu 2016). Pasar modal Indonesia atau *Indonesian Stock Exchange (IDX)* juga merupakan salah satu faktor penting dalam perekonomian Indonesia. Rasio jumlah kapitalisasi pasar di IDX terhadap PDB mencapai 45.7% (2016) dan pasar modal memberikan kontribusi sebesar 8.56% dari total penerimaan pajak negara (2016).

Secara historis perubahan harga minyak bumi sulit diprediksi dan digerakkan oleh rezim yang berbeda sepanjang waktu. Hal ini disebabkan elastisitas harga yang rendah terhadap perubahan permintaan dan penawaran jangka pendek, sumber pasokan yang rentan terhadap gangguan, dan sifat alamiah produksi minyak bumi. Dari perspektif teori ekonomi, pergerakan harga minyak bumi ditentukan oleh keseimbangan (*equilibrium*) antara tingkat persediaan, kontrak harga masa depan (*futures*) dan fakta bahwa minyak bumi merupakan sumber daya yang tidak dapat diperbaharui (Hamilton 2008). Saat penelitian ini dilakukan, kejadian *oil price shock* terkini di Indonesia adalah pada akhir tahun 2014. Harga minyak bumi turun dari sekitar US\$ 140 per barel ke tingkat dibawah US\$ 30 per barel. Perusahaan yang bergerak di sektor hilir migas diuntungkan dengan biaya material yang lebih murah. Sedangkan perusahaan yang bergerak di sektor hulu migas, dirugikan dengan berkurangnya pendapatan dari penjualan minyak bumi, sehingga harus mengurangi jumlah pekerja dan aktivitas eksplorasi dan produksi migas.

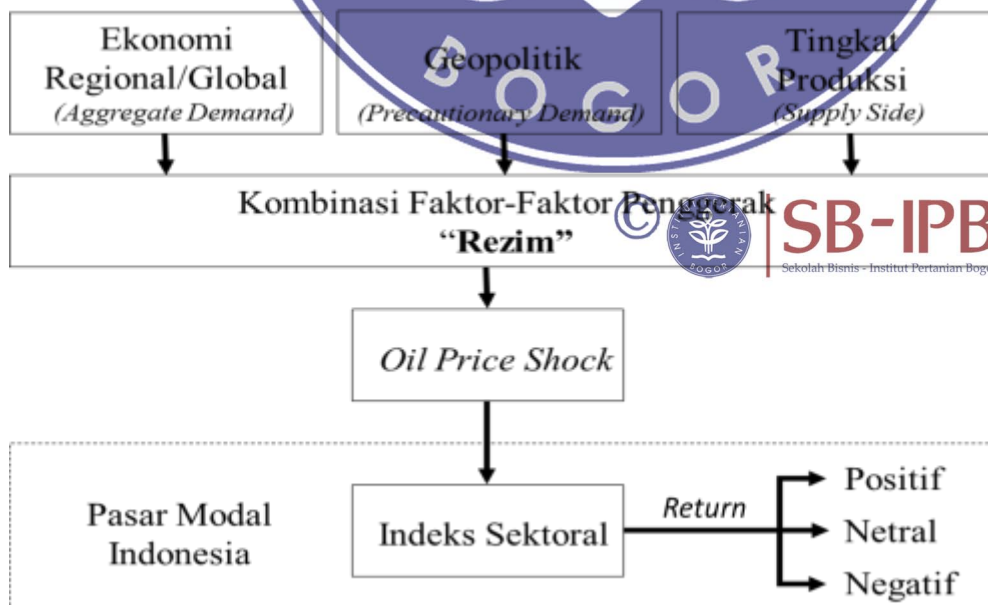
IDX menerapkan klasifikasi sektoral *Jakarta Stock Industrial Classification (JASICA)* sejak bulan Januari 1996. Secara umum sektor – sektor dalam JASICA dikelompokkan menjadi sektor *primary* (ekstraktif), *secondary* (manufaktur dan industri) dan *tertiary* (keuangan dan jasa). IDX mengelompokkan suatu perusahaan emiten ke dalam suatu sektor berdasarkan jenis aktivitas bisnis utamanya. Kinerja suatu sektor diukur dengan sebuah indeks, yaitu perbandingan jumlah nilai pasar (*market value*) terhadap nilai dasar (*base value*). Faktor-faktor yang mempengaruhi kinerja dari pasar modal, termasuk perubahan harga minyak bumi, penting untuk

dipelajari mengingat peran yang signifikan dari pasar modal terhadap perekonomian Indonesia.

Oil price shock adalah perubahan harga minyak bumi yang disebabkan oleh gangguan (*disruption*) baik dari sisi permintaan maupun sisi penawaran. Gangguan harga minyak bumi merupakan salah satu faktor yang menyebabkan terjadinya perlambatan ekonomi (*economic downturns*). Berbagai bukti menunjukkan bahwa *oil shock* berperan penting menyebabkan perubahan dalam beberapa kategori pembelajaan konsumen maupun perusahaan (Hamilton 2003). Penelitian ini berangkat dari postulat bahwa *oil price shock* mempengaruhi *return* suatu sektor baik secara positif, negatif ataupun netral. Analisis tingkat sektoral menarik untuk dilakukan karena dapat memberikan informasi mengenai proses yang tidak dapat dijelaskan pada analisis tingkat agregat (Fama dan French 1997). Selain itu pemahaman atas dampak *oil price shock* terhadap suatu sektor dapat menjadi dasar dalam pengambilan keputusan alokasi aset investasi di pasar modal.

Perumusan Masalah

Penelitian sebelumnya menyatakan terdapat hasil yang beragam perihal sifat hubungan antara perubahan harga minyak bumi dengan *return* saham (Chen *et al.* 1986, Jones dan Kaul 1996, Sadorsky 1999). Keragaman ini dijelaskan oleh Kilian dan Park (2009) yang menyatakan bahwa respon dari *return* saham secara agregat bergantung pada apakah *oil price shock* digerakkan dari sisi permintaan atau sisi penawaran. Kilian (2009) menyatakan *oil price shock* dapat berupa *supply shock* maupun *demand shock*. Guncangan harga yang terjadi dapat berupa kenaikan maupun penurunan yang signifikan. Pengaruh *oil price shock* tergantung pada jenis guncangannya apakah *crude supply shock*, *aggregate demand shock* atau *oil-market specific precautionary demand shock*. Berdasarkan pendapat tersebut efek *oil price shock* terhadap *return* sektoral dipengaruhi oleh adanya kombinasi faktor-faktor ekonomi regional dan global (*aggregate demand*), geopolitik (*precautionary*



Gambar 1 Kerangka perumusan masalah penelitian

demand) dan jumlah produksi negara-negara penghasil migas (*supply side*). Kombinasi faktor-faktor penggerak *oil price shock* bekerja sebagai suatu sistem, untuk selanjutnya disebut sebagai “rezim”, yang diidentifikasi berdasarkan perubahan struktural harga minyak bumi dari waktu ke waktu. Hal ini sejalan dengan pendapat Hamilton (2008) yang menyatakan perubahan harga minyak bumi cenderung permanen, sulit diprediksi, dan digerakkan oleh rezim-rezim berbeda sepanjang waktu. Penelitian sebelumnya oleh Agusman dan Deriantino (2008), menggunakan data Indonesia tahun 1996 – 2008, menyatakan tidak terdapat hubungan yang signifikan antara *oil price shock* dengan *return* saham tingkat sektoral. Walaupun demikian peneliti menduga hasil yang berbeda akan didapatkan jika menerapkan segmentasi rentang waktu analisis berdasarkan perubahan struktural dari harga minyak bumi.

Penelitian ini mempelajari pengaruh harga minyak terhadap suatu sektor dengan mempertimbangkan pemisahan rezim dari rentang waktu analisis. Kerangka penelitian implikasi *oil price shock* terhadap *return* saham tingkat sektoral di pasar modal Indonesia diilustrasikan pada Gambar 1.

Tujuan dan Manfaat Penelitian

Penelitian ini memiliki 2 tujuan yaitu (1) mengidentifikasi adanya perubahan struktural harga minyak bumi selama rentang waktu penelitian untuk digunakan dalam melakukan klasifikasi dan karakterisasi rezim harga minyak bumi, (2) menganalisa hubungan dinamis antara tingkat perubahan harga minyak bumi (*oil price shock*) dengan *return* saham tingkat sektoral di pasar modal Indonesia.

Secara umum penelitian ini diharapkan bermanfaat dalam menjelaskan pengaruh *oil price shock* terhadap *return* saham tingkat sektoral di pasar modal Indonesia. Hubungan dinamis antara harga minyak bumi dan *return* sektoral dapat memberikan informasi berupa sinyal dampak *oil price shock* terhadap suatu sektor. Mekanisme *signaling* ini merupakan informasi penting dalam keputusan alokasi aset untuk menghasilkan portofolio investasi dengan tingkat *return* dan risiko optimal.

Ruang Lingkup Penelitian

1. Studi eksploratif terhadap dinamika harga minyak bumi
2. Identifikasi perubahan struktural harga minyak bumi dari waktu ke waktu
3. Klasifikasi dan karakterisasi rezim harga berdasarkan perubahan struktural harga minyak bumi
4. Analisa pengaruh *oil price shock* terhadap *return* saham tingkat sektoral.