

**PENGARUH KINERJA PERUSAHAAN DAN HARGA MINYAK DUNIA TERHADAP NILAI
PERUSAHAAN MINYAK PERIODE 2003 - 2010**

**Rizky Pramatya Hadi
dan
Edward Tanujaya**

ABSTRACT

Increased world oil price was not linear to major oil companies valuation. Several factors explained that key performance indicators and current event of global economic were influencing major oil companies' valuation. This research is to determine the effect of key performance indicator and world oil price to enterprise value.

Population in the research paper included 5 major oil companies that integrated its business from upstream to downstream. The population was observed through financial indicator (liquidity, profitability and leverage) within time frame of 2003 – 2010. Research data was taken from S&P IQ Capital and Woodmackenzie. Hypothesis test was conducted using panel data, combination of cross sectional data and time series data using EVIEW 7.

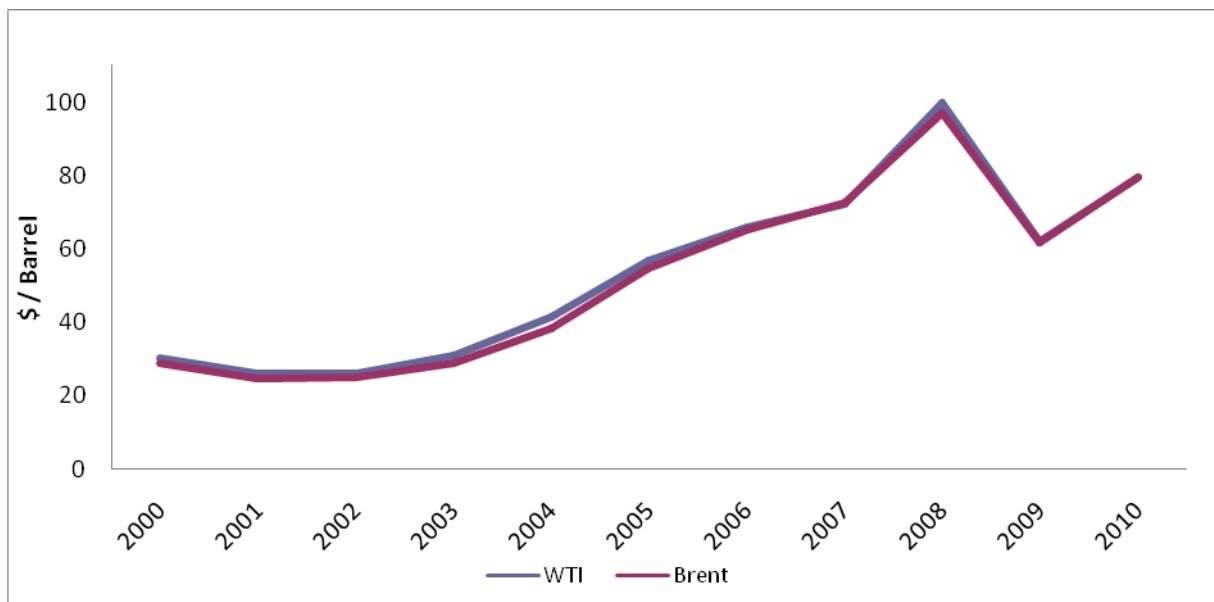
The result of research paper concluded that financial indicator has positive effect on enterprise value while crude oil price has negative effect to enterprise value. In financial indicator, profitability and leverage has the most significant effect to increase enterprise value using Tobin's Q. For next research, it is suggested to add more independent variable beside crude oil price used in this research paper.

Key Words: profitability, liquidity, leverage, oil price, Tobin's Q, panel data analysis

PENGARUH KINERJA PERUSAHAAN DAN HARGA MINYAK DUNIA TERHADAP NILAI PERUSAHAAN MINYAK PERIODE 2003 – 2010¹

PENDAHULUAN

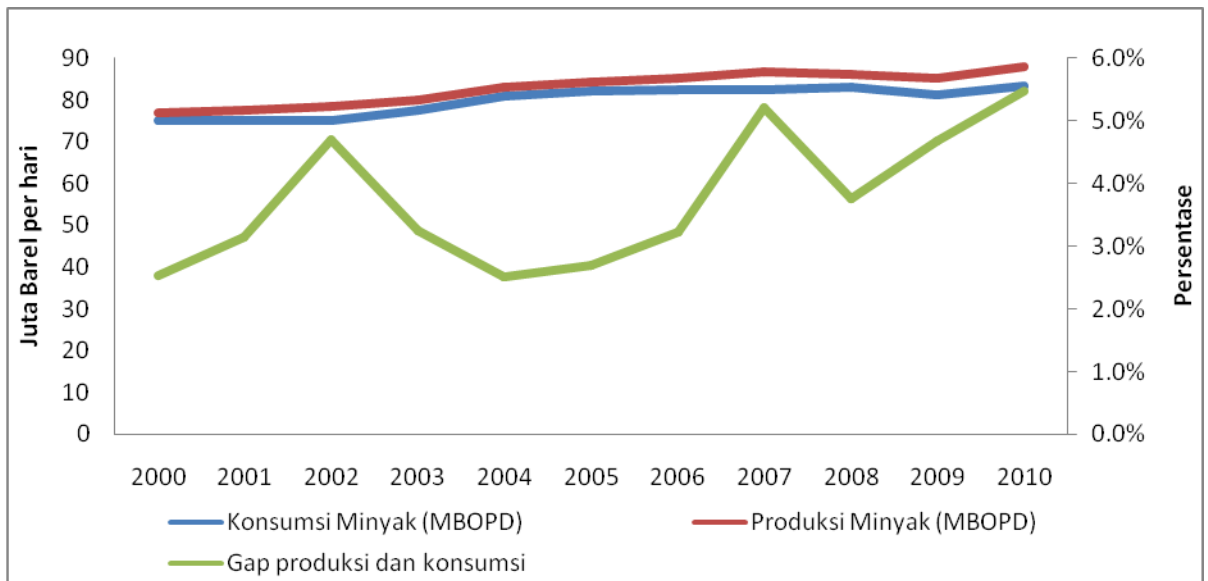
Perkembangan harga minyak dunia telah meningkat pesat seiring dengan pertumbuhan konsumsi minyak dan peningkatan cadangan minyak di dunia. Sebagian besar pemain industri minyak menggunakan harga minyak dunia dari Amerika Serikat sebagai acuan harga, yaitu West Texas Instrument (WTI) dan Brent. Selama periode 10 tahun terakhir harga minyak meningkat rata – rata 170%, yaitu pada tahun 2000 harga minyak WTI dan Brent kurang dari US\$30 per barrel dan terjadi peningkatan yang signifikan di tahun 2010 saat harga minyak mencapai kurang lebih US\$90 per barrel (U.S. Energy Information Administration, 2013).



Gambar 1: Perkembangan Harga Minyak Dunia (US Energy Information Administration, 2013)

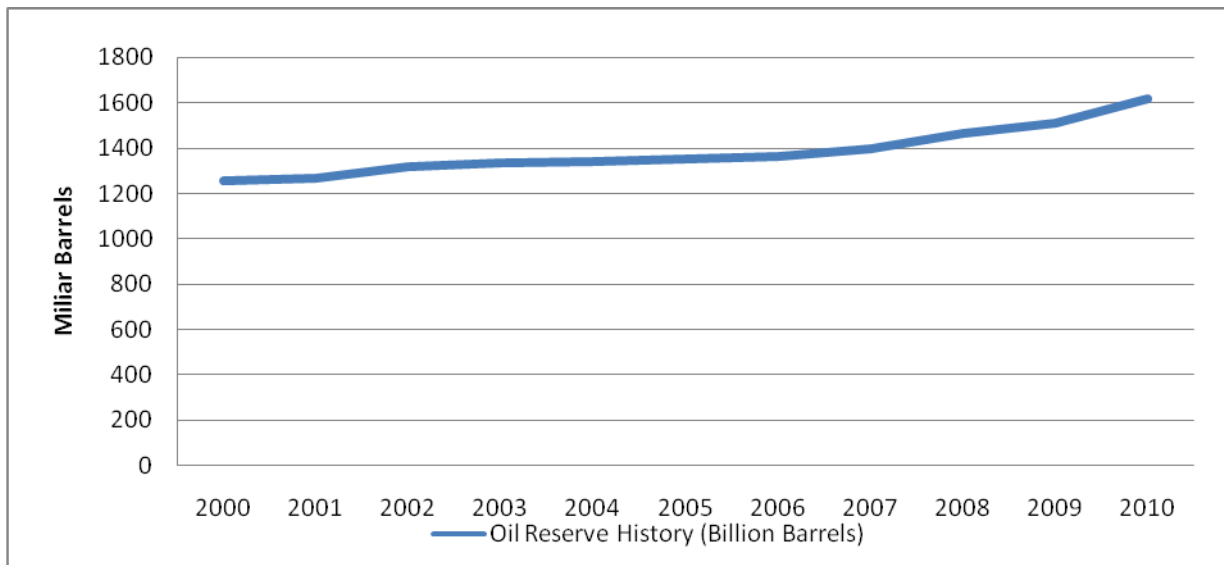
Di sisi lain, terdapat *gap antara* produksi dan konsumsi minyak dunia, yaitu konsumsi melebihi produksi minyak dunia per hari. Tingkat produksi dan konsumsi minyak telah meningkat 14% dan 11% selama 10 tahun sejak tahun 2000 dari total produksi dan konsumsi sebesar 75 juta barel per hari dan 77 juta barel per hari menjadi 83 juta barel per hari dan 87 juta barel per hari pada tahun 2010. *Gap* antara konsumsi minyak dan produksi minyak meningkat dari 2,5% pada tahun 2000 menjadi 5,5% pada tahun 2010.

¹ Terima kasih disampaikan kepada Prof. Dr. Adler H. Manurung dan Dr. Cynthia Afriani Utama atas masukan untuk penyusunan artikel ini.



Gambar 2: Perbandingan Produksi dan Konsumsi Minyak Dunia (BP, 2013)

Peningkatan cadangan minyak juga terjadi di dunia seiring dengan peningkatan harga minyak dikarenakan penemuan cadangan baru. BP Statistical Review menyebutkan selama 10 tahun peningkatan cadangan minyak dunia mencapai 28,5% dari tahun 2000 hingga tahun 2010. Peningkatan harga minyak menjadi motivasi perusahaan minyak untuk melakukan investasi pada lapangan eksplorasi guna menemukan cadangan minyak dan memproduksinya.



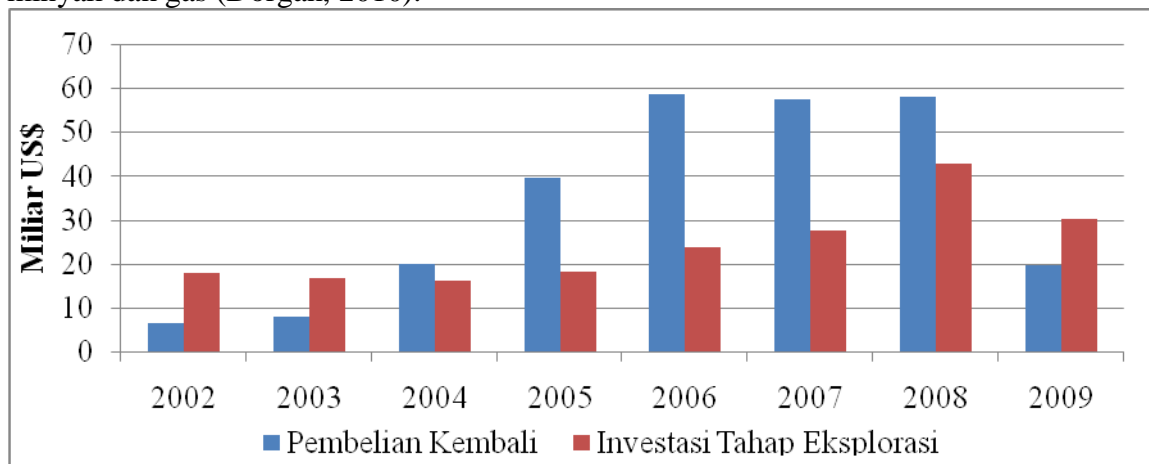
Gambar 3: Peningkatan Cadangan Minyak Dunia (BP, 2013)

Peningkatan harga minyak tersebut didasari oleh beberapa faktor penawaran (*supply*) dan permintaan (*demand*). Peningkatan harga minyak dari sisi penawaran berasal dari aksi pembatasan produksi minyak oleh organisasi minyak dunia, kenaikan risiko premium yang terbentuk dalam harga *forward*, kondisi geopolitik, dan ketidakpastian dalam produksi minyak kedepannya; sedangkan pada sisi permintaan kenaikan harga minyak disebabkan oleh peningkatan perekonomian global (Chris, 2012). Aksi pembatasan yang dilakukan oleh OPEC (Organisasi negara-negara eksportir minyak dunia) dan pembatasan yang dilakukan oleh negara maju (Amerika Serikat dan sekutunya) akibat dari sanksi dan konflik berkepanjangan pada negara penghasil minyak menyebabkan harga minyak dunia meningkat. Sebagai contoh, kenaikan harga

minyak berkorelasi dengan Embargo minyak Arab dan sanksi terhadap Iran pada tahun 1970-80an saat kedua kejadian tersebut menyebabkan pembatasan terhadap pengiriman minyak ke sejumlah negara maju. Harga minyak mengalami kenaikan yang signifikan selama dua kali pada tahun 1975 dan pada tahun 1980 dengan harga di atas US\$ 60 per barel, padahal sebelumnya pada tahun 1970 harga minyak berkisar di level US\$10 – 12 per barel.

Seiring dengan peningkatan harga minyak dan peningkatan kebutuhan konsumsi minyak serta ROACE yang harus dicapai, maka banyak perusahaan melakukan kegiatan akuisisi dan divestasi untuk meningkatkan cadangan dan produksi mereka serta guna pertumbuhan perusahaan. Perusahaan minyak kelas dunia cenderung kurang berinvestasi pada aset eksplorasi dan cenderung berinvestasi pada aset tahap pengembangan sejak tahun 1990 (Osmundsen, et al, 2006). Investasi pada tahap eksplorasi mengalami penurunan yang diakibatkan dari perubahan strategi untuk fokus dalam meningkatkan produksi secara cepat, penghematan biaya, efisiensi operasional dan keuntungan dalam jangka waktu dekat. Hal tersebut yang memicu kegiatan akuisisi dan divestasi sejak tahun 1990 (Osmundsen, et al, 2006). Hasil dari kegiatan akuisisi dan divestasi tersebut telah menghilangkan beberapa perusahaan minyak dunia seperti Mobil, Amoco, Arco, YPF, Texaco, Phillips, Lasmco dan Unocal (Weston et al, 1999). Tujuan dari kegiatan akuisisi dan divestasi sendiri berdasarkan survei yang dilakukan oleh Ernst & Young kepada sejumlah eksekutif perusahaan minyak di dunia, adalah untuk meningkatkan pangsa pasar pada pasar yang ada (*existing*) dan pasar yang baru, menurunkan biaya dan meningkatkan pendapatan (*revenue*), mengurangi risiko kegagalan terhadap portofolio bisnis, dan memberikan akses terhadap teknologi baru (Brogan, 2012).

Selain kegiatan akuisisi dan divestasi yang dilakukan oleh para perusahaan minyak dunia, mereka juga berusaha untuk mengoptimalkan portofolio, serta pembelian saham kembali dalam rangka meningkatkan harga saham ketimbang menambah cadangan dan produksi minyak setelah tahun 2004. Dalam analisis investasi yang dilakukan Dorgan tahun 2010, lima perusahaan besar minyak dunia cenderung menggunakan uang kas yang tersedia untuk melakukan pembelian kembali saham mereka ketimbang melakukan eksplorasi untuk menambah cadangan dan produksi minyak dan gas (Dorgan, 2010).



Gambar 4: Perbandingan Buyback dengan Investasi Eksplorasi

Sumber: Dorgan, 2010

Industri minyak memiliki karakter dengan intensitas biaya investasi tinggi dan risiko yang besar. Karena hal tersebut, perusahaan dengan karakteristik tersebut perlu mempertimbangkan faktor investasi, pembiayaan, dan manajemen risiko. Berdasarkan penelitian Bolton et. Al. (2011), perusahaan yang memiliki *financial constraints* perlu mempertimbangkan indikator likuiditas dan *leverage* dalam melakukan pengambilan keputusan investasi. Penelitian tersebut menyimpulkan

bahwa keputusan investasi bergantung kepada rasio Tobin's Q terhadap indikator likuiditas dan hubungan antara investasi dan Tobin's Q terhadap rasio *leverage* perusahaan.

Tujuan Penelitian

Tujuan umum dari penelitian ini adalah untuk menguji hubungan antara penilaian perusahaan minyak dengan rasio laporan keuangan dan index harga minyak dunia. Penelitian ini bermaksud menjawab pertanyaan apakah fluktuasi harga minyak dunia memberikan korelasi negatif terhadap penilaian perusahaan minyak dan laporan indikator kinerja perusahaan minyak dunia memberikan korelasi positif terhadap nilai perusahaan yang diukur melalui rasio Tobin's Q. Penelitian ini sendiri akan dilakukan melalui beberapa aspek yaitu melalui model regresi panel data antara harga minyak dunia yang telah dirata – ratakan dalam setahun selama periode 2003 sampai dengan 2010 dengan penilaian perusahaan minyak dunia menggunakan Tobin's Q. Selanjutnya penelitian akan menggunakan model regresi panel data antara indikator rasio laporan keuangan terhadap nilai perusahaan melalui Tobin's Q.

TELAAH PUSTAKA

Dampak Peningkatan Harga Minyak Dunia terhadap Perekonomian Global

Perubahan harga minyak dunia tercermin dari beberapa faktor diantaranya adalah penawaran dan permintaan, kondisi geopolitik, pasar finansial, dan perubahan kebijakan Pemerintah. Seperti yang telah dilakukan Varvares (2012), walaupun penawaran dan permintaan secara langsung mempengaruhi harga minyak, namun bukanlah satu – satunya faktor yang mempengaruhi perubahan harga. Dalam analisis ekonomi makro terhadap peningkatan harga minyak dunia, terdapat lima faktor yang dapat memicu perubahan harga minyak dunia yaitu perubahan yang terjadi akibat penawaran dan permintaan, aktivitas geo-politik yang dapat mempengaruhi produksi secara langsung, perubahan harga minyak dunia yang sementara atau berkelanjutan, regulasi Pemerintahan terhadap produksi minyak, dan berapa lama efek dari perubahan harga minyak dunia tersebut mempengaruhi Produk Domestik Bruto (PDB) atau *Gross Domestic Product* (GDP).

Penawaran dan permintaan terhadap minyak dunia mempengaruhi perubahan harga minyak dunia dan memberikan efek negatif terhadap pertumbuhan ekonomi. Penawaran didapat dari produksi minyak oleh negara penghasil minyak dan harga minyak terpengaruh oleh catatan hasil produksi minyak dunia dan risiko premium yang diaplikasikan terhadap *forward price* sebagai mitigasi atas perubahan harga minyak kedepan. Efek negatif dari peningkatan harga minyak sangat dirasakan oleh negara bukan penghasil minyak, saat pendapatan domestik dikirimkan ke luar negeri untuk membeli minyak dan mengakibatkan penurunan aktivitas perekonomian pada negara tersebut. Adapun peningkatan *demand* terhadap minyak dunia diakibatkan oleh pertumbuhan ekonomi namun seiring dengan penurunan cadangan produksi akibat kenaikan *demand* mengakibatkan kenaikan harga minyak dunia. Analisis kenaikan harga minyak dunia yang melonjak tinggi pada tahun 2002 merupakan akibat dari penghentian *supply* minyak dari Iraq karena serangan Amerika Serikat kepada rezim Saddam Husein.

Hal yang dapat mempengaruhi peningkatan harga minyak dunia adalah isu terkait dengan produksi minyak dunia. Sebagai contoh, ketika OPEC menetapkan anggotanya untuk mengurangi produksi minyak secara sukarela, harga minyak dunia merespon positif terhadap upaya pengurangan tersebut walaupun upaya tersebut tidak terlalu berdampak signifikan terhadap pasar global.

Namun demikian, terdapat beberapa skenario yang dapat memberikan dampak yang negatif terhadap pasar global sebagai berikut; bila peningkatan harga minyak tersebut mengakibatkan kebutuhan akan dolar meningkat, maka dapat memberikan efek yang buruk bagi perekonomian global walaupun tidak secara keseluruhan. Sedangkan isu yang dapat membuat perekonomian global mengalami krisis dan terjadi fluktuasi harga minyak dunia adalah ketika terjadi embargo yang dilakukan negara-negara maju terhadap negara penghasil minyak untuk menekan perekonomiannya atau perang di kawasan negara penghasil minyak, seperti konflik Irak yang melibatkan Amerika Serikat (AS) dan sekutunya. Hal tersebut juga terjadi pada Iran, ketika AS dan sekutunya menghentikan ekspor minyak Iran untuk menggagalkan upaya pengembangan nuklir Iran. Embargo dan perang yang terjadi di Negara Timur Tengah mengakibatkan fluktuasi harga minyak dan menyebabkan krisis perekonomian global.

Fluktuasi harga minyak yang diperkirakan berlangsung sementara dan permanen memiliki dampak yang berbeda terhadap perekonomian global. Peningkatan harga minyak yang terjadi pada tahun 1970 memiliki dampak permanen terhadap perekonomian global. Hal tersebut mengakibatkan peningkatan inflasi yang tidak dapat dikendalikan oleh bank sentral di berbagai negara. Inflasi tersebut disebabkan oleh peningkatan biaya secara keseluruhan akibat dari peningkatan harga minyak dunia.

Regulasi pemerintah yang dapat menghentikan kenaikan harga minyak dunia adalah melalui strategi pengendalian cadangan minyak atau *strategic petroleum reserves*. Berdasarkan penilitan yang dilakukan oleh Ghosh (2009), setiap 25% kenaikan harga minyak dunia maka dapat mengakibatkan keterlambatan pertumbuhan ekonomi di Amerika Serikat sebesar ½ persen untuk 4 kuartal ke depan dan hal tersebut bersifat simetris untuk peningkatan dan penurunan harga minyak dunia. Namun berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Rasmussen dan Roitman di tahun 2011 bahwa dampak peningkatan harga minyak dunia berbeda setiap negara berdasarkan negara penghasil minyak dunia maupun hanya sebagai negara konsumen minyak. Peningkatan harga minyak dunia memiliki dampak yang permanen terhadap negara di Amerika Serikat karena impor minyak oleh negara tersebut berkisar sebesar 3% dari total GDP, sehingga apabila terjadi peningkatan harga minyak dunia sebesar 25% maka akan mengurangi pertumbuhan ekonomi sebesar ½ persen. (Rasmussen dan Roitman, 2011).

Pembahasan Perusahaan Minyak dan Gas di Dunia

Perusahaan minyak dunia di Amerika Serikat bermula pada Standard Oil. Pada tahun 1870, John D. Rockefeller menemukan Standard Oil Company dan dalam kurun waktu 10 tahun prestasi Standard Oil menguasai 90% pasar pengolahan minyak yang berada di Amerika Serikat, memasarkan 80% produk minyak di Amerika Serikat, menghasilkan ¼ dari total produksi minyak nasional dan memproduksi minyak tanah ¼ dari total produksi dunia (Juhasz, 2008). Dalam menjalankan bisnisnya, Standard Oil menguasai Pemerintahan dan pasar dengan berbagai cara, salah satunya dengan membentuk *trust*, gabungan perusahaan – perusahaan minyak untuk menguasai pasar minyak di Amerika Serikat dan menempatkan para pejabat pemerintahan dalam dewan direksi dan komisari pada perusahaan – perusahaan tersebut. Namun pada tahun 1911, Pemerintah Amerika Serikat membentuk hukum bernama Sherman Antitrust Act untuk memecah monopoli yang dilakukan Standard Oil. Perpecahan dari Standard Oil membentuk 34 perusahaan minyak dan 3 diantaranya menjadi perusahaan minyak dunia yaitu Standard Oil of New Jersey (Exxon), Standard Oil of New York (Mobil) dan Standard Oil of California (Chevron). Pada tahun 1950 sampai dengan 1970, perusahaan minyak dunia tersebut bergabung dengan Gulf, Texaco, BP dan Shell untuk membentuk kartel dengan sebutan “Seven Sisters”. Perusahaan tersebut menguasai produksi minyak secara global dan dapat menentukan laju pertumbuhan perekonomian global (Juhasz, 2008).

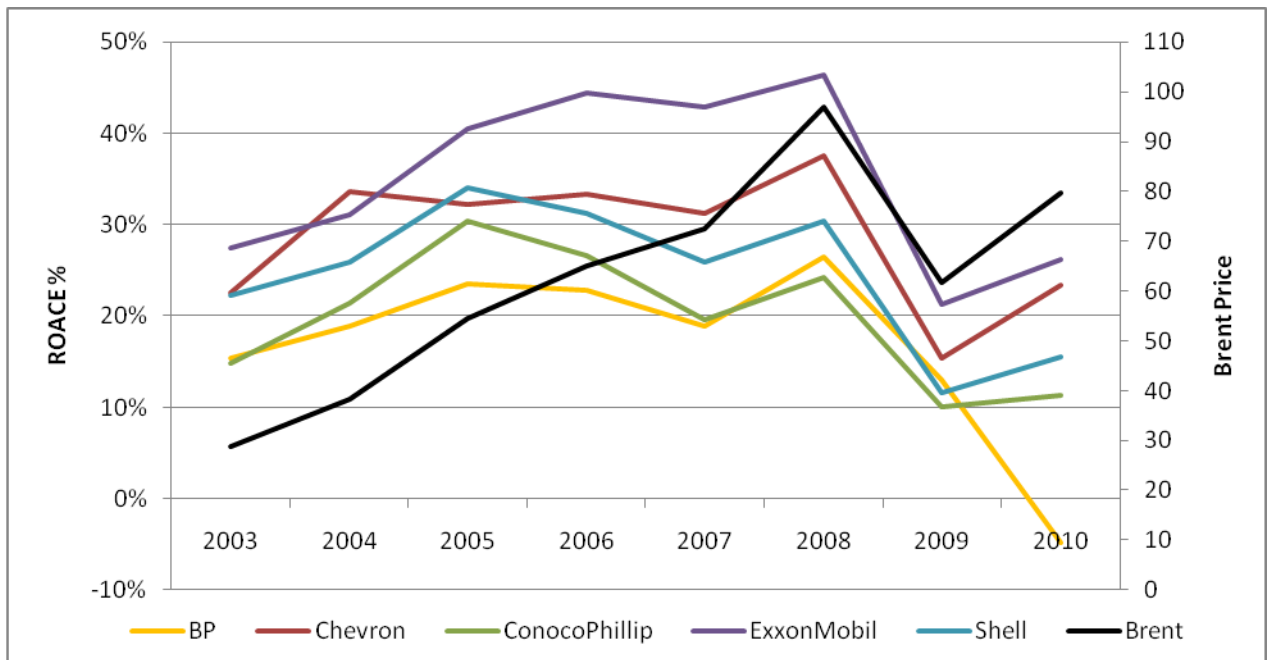
Penggabungan perusahaan minyak dunia bermula dari usaha Presiden Reagan untuk mengendurkan kebijakan anti mononopoli di Amerika Serikat. Pada tahun 1991, terjadi sekitar 2600 gelombang merger di Amerika Serikat yang diperkasai oleh perusahaan minyak dunia. Hasil merger tersebut menghilangkan beberapa perusahaan di bisnis minyak hulu, pengolahan dan distribusi skala kecil. Pengenduran kebijakan anti monopoli menguntungkan perusahaan minyak dunia untuk menjadi skala lebih besar. Kegiatan merger perusahaan minyak dunia terjadi sejak tahun 1999 dan bahkan menjadi kegiatan merger terbesar disepanjang sejarah. Kegiatan merger yang terjadi adalah Exxon dengan Mobil, Chevron dengan Texaco, Conoco dengan Phillips, BP dengan Amoco dan Arco, dan Shell dengan perusahaan – perusahaan minyak skala kecil (Juhasz, 2008). Kelima perusahaan minyak dunia tersebut memegang cadangan 10 besar di dunia secara peringkat.

Rasio Laporan Keuangan Perusahaan Minyak

Rasio kinerja keuangan menjadi aspek penilaian fundamental dalam memberikan gambaran tentang kondisi perusahaan. Investor dalam melakukan investasi mempertimbangkan beberapa hal yang berhubungan dengan informasi yang dapat digunakan dalam mengambil keputusan. Kondisi perusahaan dapat dilihat dari laporan keuangannya. Semakin baik kondisi keuangan perusahaan maka semakin tinggi pula tingkat pengembalian yang akan didapat oleh investor dan hal tersebut dapat mencerminkan nilai perusahaan yang baik pula.

Rasio kinerja keuangan yang digunakan dalam penelitian ini terbagi menjadi tiga yaitu: likuiditas, profitabilitas dan *leverage*. Likuiditas dalam penelitian ini menggunakan *current ratio* yang didapat dari perbandingan antara aset lancar dan utang lancar. Rasio likuiditas digunakan untuk mengetahui kemampuan perusahaan untuk menutupi biaya operasional atau biaya yang jatuh dalam tempo dekat. Intepetrasi dari *current ratio* adalah apabila rasio tersebut di bawah 1 maka terdapat indikasi bahwa uang kas hasil operasi akan digunakan untuk membayar kewajiban ketimbang untuk modal kerja. Profitabilitas dalam penelitian ini menggunakan ROACE yaitu *return on average capital employed* yang didapat dari perbandingan antara EBIT (pendapatan sebelum beban bunga dan pajak) dan selisih antara total asset dan total kewajiban. *Leverage* yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Debt to Equity Ratio* yaitu perbandingan antara total utang dan total modal sendiri.

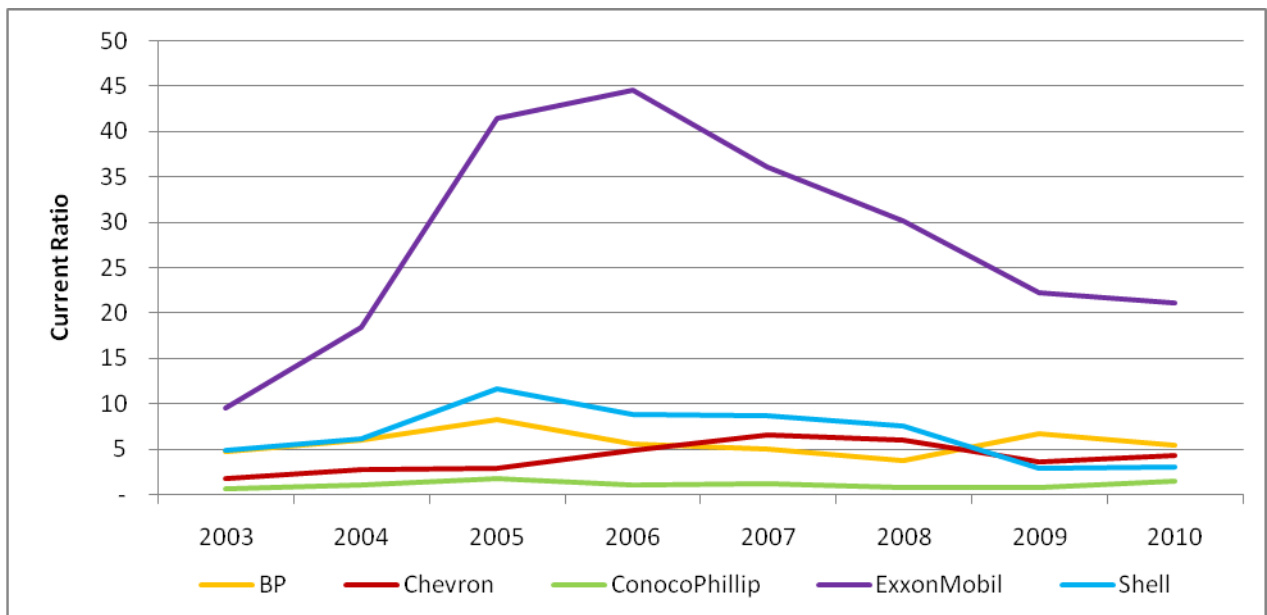
Rasio profitabilitas yang diukur melalui ROACE untuk kelima perusahaan minyak dalam penelitian ini dalam periode 2003 sampai dengan 2010 memberikan tren yang sama untuk masing-masing perusahaan minyak. Data diolah melalui laporan perusahaan minyak masing masing melalui *website* perusahaan. Berdasarkan grafik 1 yang menjelaskan ROACE perusahaan minyak 2003 – 2010, ExxonMobil memiliki indikator kinerja ROACE terbaik, sedangkan BP memiliki indikator kinerja ROACE terendah. Indikasi BP memiliki indikator kinerja terendah diakibatkan oleh kecelakaan yang dialami pada salah satu lapangan miliknya di Gulf Of Mexico. BP diharuskan bertanggung jawab terhadap pencemaran lingkungan. Pergerakan ROACE mengikuti pergerakan index harga minyak Brent kecuali untuk tahun 2005 sampai dengan 2007 ketika harga minyak mengalami kenaikan namun Roace untuk masing – masing perusahaan minyak mengalami penurunan. Hal tersebut dikarenakan di Amerika sedang terjadi masa resesi akibat kegagalan *Subprime mortgage* yang berdampak pada penurunan profitabilitas perusahaan.



Grafik 1

ROACE Perusahaan Minyak 2003 – 2010 (Sumber: Hasil olahan penulis)

Grafik 2 memperlihatkan bahwa, perusahaan tidak mengalami rasio likuiditas yang berfluktuatif, yang cenderung pada level dibawah 10 point kecuali untuk satu perusahaan, Exxon Mobil. Pergerakan *current ratio* untuk Exxon Mobil menunjukkan peningkatan tajam dari tahun 2003 sampai dengan tahun 2006 dan menurun setelahnya. Penurunan yang dialami Exxon Mobil merupakan akibat dari masa resesi yang dialami di Amerika Serikat (*Subprime Mortgage*).

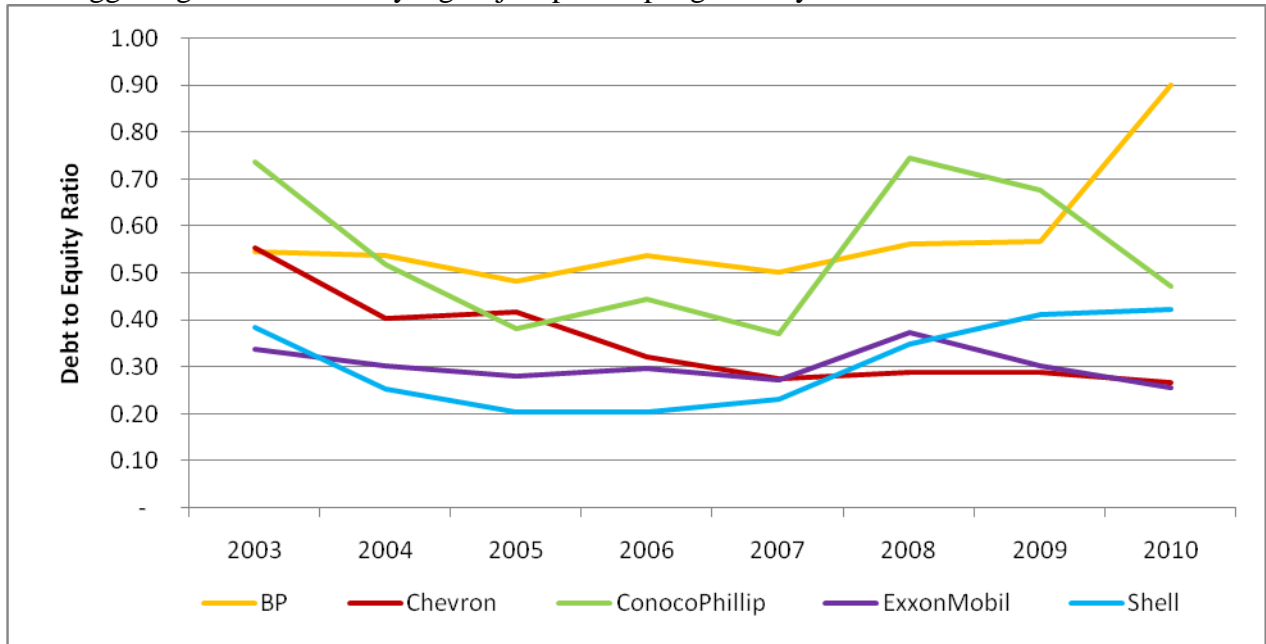


Grafik 2

Rasio Likuiditas Perusahaan Minyak 2003 – 2010

Sumber: Hasil olahan peneliti

Rasio *leverage* untuk perusahaan minyak pada penelitian ini memiliki pola yang berbeda – beda. Berdasarkan pada grafik 2.3, Perusahaan minyak memiliki trend penurunan *leverage* pada tahun 2003 sampai dengan 2005 namun mengalami kenaikan pada tahun 2006 hingga tahun 2008 dan tahun setelahnya hanya satu perusahaan minyak yang *leverage* nya meningkat, yaitu BP. Penjelasan untuk kenaikan *leverage* perusahaan minyak pada tahun 2006 sampai dengan tahun 2008 adalah masa resesi yang terjadi di Amerika Serikat. Sedangkan BP mengalami kenaikan *leverage* yang tinggi setelah tahun 2009 dikarenakan biaya yang harus dikeluarkan untuk menanggulangi bencana alam yang terjadi pada lapangan minyak di Teluk Meksiko



Grafik 2.3
Rasio Leverage Perusahaan Minyak 2003 – 2010

Sumber: Hasil olahan Peneliti

Keputusan Investasi Perusahaan Minyak

Keputusan investasi minyak dan gas tergantung kepada keuntungan yang diperoleh dan risiko pengusahaanya. Berdasarkan Partowidagdo (2009) untuk menentukan evaluasi keekonomian migas diperlukan tiga data sebagai berikut:

1. Profil produksi yang dibuat oleh ahli teknik reservoir dari analisis mekanisme pengeringan (*drainage*).
2. Biaya *capital* dan operasi, evaluasi oleh penilai biaya serta dikelola oleh manajer proyek dan manajer lapangan.
3. Kondisi kontrak dan fiskal, yang merupakan faktor penentu dalam pengambilan keputusan.

Sedangkan risiko dalam perusahaan bisnis minyak dan gas dibagi menjadi risiko eksplorasi, teknologi, pasar, dan kebijakan negara. Risiko eksplorasi terkait dengan tidak ditemukannya cadangan minyak. Risiko teknologi berkaitan dengan biaya eksplorasi yang lebih tinggi dari perkiraan. Risiko pasar terkait dengan perubahan harga minyak dunia. Risiko kebijakan negara terkait dengan kondisi geopolitik suatu negara.

Keputusan investasi pada bisnis minyak dan gas tidak terlepas dari harga minyak dunia sebagai salah satu faktor penting. Peningkatan harga minyak telah mengakibatkan perusahaan minyak dunia mengembangkan tahap eksplorasi pada lapangan yang membutuhkan biaya investasi yang tinggi dan risiko yang besar. Lapangan tersebut adalah lapangan *deepwater* atau lapangan di bawah laut dalam serta lapangan minyak dan gas nonkonvensional yang memiliki tingkat

kedalaman lebih dari 1500 m dan tingkat pengembangan yang kompleks akibat lapisan yang sulit ditembus oleh pengeboran.

Pada awal tahun 1990, globalisasi secara cepat merubah cara Perusahaan minyak kelas dunia berbisnis. Dengan adanya perubahan ekonomi global dan kondisi geopolitik yang terjadi, negara – negara penghasil minyak membuka peluang kepada investor asing untuk berinvestasi dan mengembangkan lini bisnis mereka. Pada tahun tersebut, terjadi beberapa aktivitas yang penting dalam kegiatan industri minyak yaitu deregulasi pemerintahan, pasar bebas dan perusahaan minyak nasional menjadi perusahaan swasta yang dimiliki negara (terpisah secara badan hukum). Seiring dengan era globalisasi, banyak perusahaan minyak dunia melakukan restrukturisasi akibat dari kegagalan dalam menjalankan bisnis minyak. Perusahaan minyak kelas dunia telah beralih investasi dari lapangan eksplorasi menjadi lapangan pengembangan maupun produksi akibat dari indikator kinerja serta perubahan fokus dalam strategi dari sebelumnya berorientasi kepada volume menjadi *value* bagi perusahaan. Namun perlu dilakukan penelitian apakah ada keterkaitan antara indeks harga minyak Brent dengan penilaian perusahaan dan hubungan antara indikator finansial perusahaan minyak dengan nilai perusahaan minyak.

Hubungan Nilai Perusahaan terhadap Index Harga Minyak Brent

Penelitian terhadap volatilitas harga minyak terhadap penilaian perusahaan minyak menghasilkan kesimpulan bahwa harga minyak tidak memiliki positif korelasi dengan penilaian perusahaan minyak. Chiou dan Lee (2009) melakukan penelitian terhadap hubungan antara indeks S&P 500 dengan harga transaksi minyak *West Texas Index* (WTI). Penelitian tersebut menghasilkan kesimpulan bahwa terdapat hubungan yang asimetris antara harga minyak WTI dengan penilaian harga indeks saham yang menghasilkan hubungan yang bertolak belakang.

Akan tetapi, hubungan antara harga minyak dan harga saham perusahaan minyak menghasilkan korelasi yang positif dalam beberapa penelitian. Mohanty dan Nandha (2011) melakukan estimasi tingkat eksposur harga minyak terhadap perusahaan minyak dan gas di Amerika Serikat menggunakan kerangka Fama-French (1992, 1995). Penelitian tersebut menyatakan bahwa terdapat hubungan yang signifikan antara harga minyak dengan harga saham dan berkorelasi positif. Bianconi dan Yoshino (2013) juga menghasilkan penelitian yang menyatakan bahwa WTI harga minyak memiliki efek positif terhadap harga saham perusahaan minyak.

Hubungan Nilai Perusahaan terhadap Indikator Finansial Perusahaan

Penelitian terhadap hubungan antara kinerja keuangan dan penilaian valuasi terhadap perusahaan minyak dunia telah dilakukan melalui beberapa publikasi. McCormack dan Vvtheeswaran (1998) menyimpulkan bahwa penilaian terhadap perusahaan minyak dan gas tidak mencerminkan keadaan *real economic* terhadap perusahaan tersebut karena beberapa faktor. Faktor – faktor tersebut adalah informasi pada laporan keuangan tidak dapat mencerminkan hasil kinerja perusahaan karena perhitungan cadangan minyak dan gas yang salah terkait dengan harga minyak yang dihargai pada saat tahun berjalan namun bukan pada harga pertengahan tahun, tanggapan pasar yang kurang tepat atas informasi terkait perusahaan minyak dan gas bila terjadi kesalahan dapat terkoreksi secara cepat harga saham namun bila terdapat berita baik maka memerlukan beberapa waktu untuk merefleksikan harga saham. Faktor lain yang menyebabkan penilaian terhadap perusahaan minyak tidak mencerminkan nilai perusahaan secara *real* adalah perhitungan depresiasi pada *successful effort* dan *unit of production*. Perhitungan depresiasi dalam metode *successful effort* membebankan biaya depresiasi pada awal proyek tahun berjalan sedangkan *unit of production* membebankan depresiasi secara cepat ketika produksi semakin

meningkat. Efek dari perhitungan akunting tersebut mengakibatkan perusahaan minyak dan gas tidak meningkatkan aktivitas eksplorasi dan cenderung meningkatkan optimasi lapangan produksi yang ada.

McCormack dan Vytheeswaran (2002) melakukan penelitian tes ekonometri hubungan finansial terhadap penilaian perusahaan minyak dunia. Penelitian dilakukan pada perbandingan tingkat pengembalian pemegang saham terhadap EBITDA (pendapatan sebelum biaya bunga, pajak dan depresiasi-amortisasi), RONA (*return on net asset* atau pengembalian terhadap aset bersih), ROE (*return on equity* atau pengembalian terhadap ekuitas) dan uang kas yang tersedia. Penelitian menghasilkan kesimpulan hubungan antara penilaian valuasi perusahaan terhadap kinerja perusahaan minyak cenderung lemah atau tidak adanya keterkaitan.

Quirin et al. (2000) melakukan penelitian terhadap perusahaan minyak dan gas pada lapangan eksplorasi selama periode 1993 – 1996 dan menghasilkan penemuan bahwa kinerja keuangan perusahaan dan indikator kinerja pertumbuhan produksi bukan merupakan variabel penentu dalam valuasi perusahaan minyak dunia. Rasio kinerja keuangan hanya memberikan kelengkapan informasi terhadap laporan keuangan.

Industri minyak dan gas menjadi semakin dinamis seiring dengan perubahan kondisi perekonomian global dan regulasi Pemerintah. Perusahaan minyak dan gas dunia telah memasuki era baru dengan bisnis lebih fokus terhadap pertumbuhan produksi, penghematan biaya, efisiensi operasional, dan keuntungan jangka pendek. Indikator kinerja perusahaan tersebut sebagai acuan dalam memberikan insentif bagi manajemen untuk menjalankan perusahaan minyak dan gas. Indikator tersebut terbagi dua yaitu peningkatan pendapatan jangka pendek (ROACE - *return on average capital employed*) dan produksi (CAGR – *compound annual growth rate*) (Osmundsen, 2006).

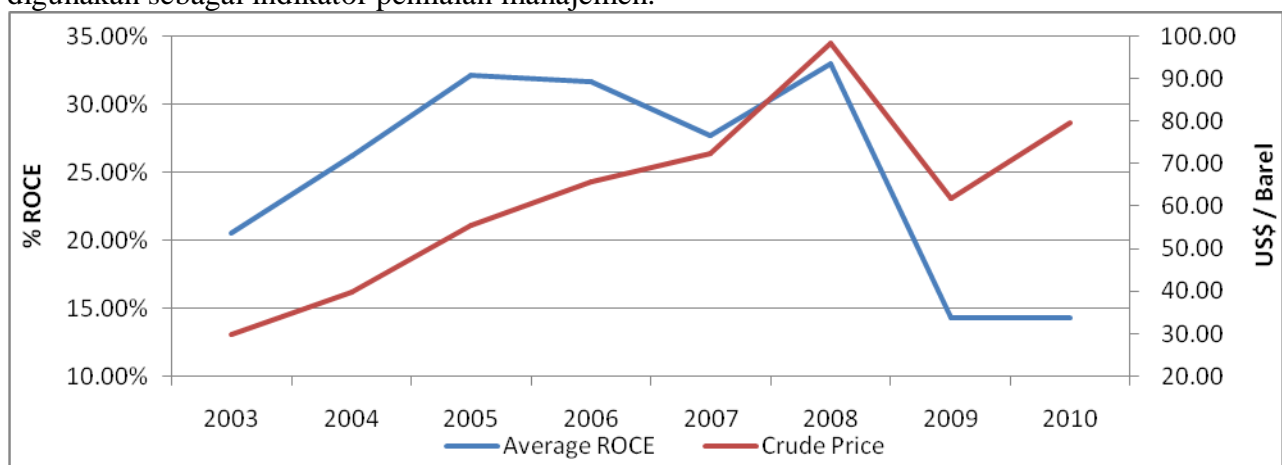
Chua dan Woodward (1994) melakukan valuasi ekonometri terhadap perusahaan minyak di Amerika dalam kurun waktu 1980 – 1990. Uji ekonometrik yang dilakukan adalah menilai hubungan antara P/E (*Profit per Earning*) untuk perusahaan minyak yang terintegrasi dengan pembayaran dividen, *net profit margin*, *asset turnover*, *financial leverage*, tingkat *hurdle rate*, dan Beta. Hasil penelitian tersebut menyimpulkan bahwa interaksi masing – masing variabel lemah dan hasil tersebut diluar dari ekspektasi. Penelitian tersebut dilanjutkan dengan mencari interaksi lain yang dapat memiliki hubungan dengan penilaian perusahaan dan menghasilkan kesimpulan bahwa penemuan cadangan minyak dan gas dapat meningkatkan harga saham perusahaan minyak dan gas. Setiap kenaikan cadangan minyak dan gas sebesar 10% dapat meningkatkan harga saham sebesar 3.7%.

Penilaian perusahaan pada dasarnya dapat dilakukan melalui analisis *net present values* (NPV). Penilaian perusahaan ditentukan melalui arus kas, pertumbuhan, dan karakteristik risiko yang dilakukan oleh perusahaan. Ketika penilaian terhadap perusahaan memiliki batasan terhadap ketersediaan data, maka penelitian dapat dilakukan melalui *multiples* atau perbandingan dengan perusahaan lain. Menurut Damodaran (2002), *multiples* banyak digunakan karena dapat mencerminkan gambaran keseluruhan penilaian perusahaan berdasarkan asumsi pada perusahaan sejenis dan dapat dilakukan lebih cepat ketimbang menghitung *discounted cash flow*. *Multiples* yang lazim digunakan untuk menilai perusahaan minyak adalah EV / DACF (*Enterprise Value / Debt Adjusted Cash Flow*) (Osmundsen, 2005). Dalam penelitian tersebut, *investment banks* memberikan penilaian berdasarkan *multiples* tidak menggunakan EBITDA seperti yang lazim digunakan karena dalam proyek – proyek minyak dan gas memiliki karakteristik masing – masing dalam hal perpajakan sehingga akan lebih mencerminkan nilai perusahaan ketika sudah dipotong pajak. *Enterprise Value* memberikan gambaran terhadap penilaian perusahaan berdasarkan arus kas ke depan yang telah didiskontokan; sedangkan DACF memberikan gambaran terhadap biaya yang tersedia untuk investasi, pembayaran utang dan pembayaran dividen.

Indikator terpenting dalam menilai perusahaan minyak dan gas adalah ROACE. Berdasarkan

laporan audit tahunan ExxonMobil pada “XOM 8-K” (2005), perusahaan telah menggunakan ROACE sebagai perhitungan untuk menentukan produktivitas perusahaan yang memiliki *capital-intensive* dan jangka panjang. Hal serupa dapat dilihat dalam perusahaan Shell dalam penggunaan ROACE untuk menghitung utilisasi penggunaan capital pada laporan *Security and Exchange Commission* “Form 20-F” (2008). BP dalam laporan tahunan kepada *Security and Exchange Commission* melalui “Form 20-F” menggunakan ROACE untuk sebagai perhitungan kinerja perusahaan dalam jangka panjang (2004). Perhitungan pendapatan jangka pendek dapat mempengaruhi valuasi terhadap analisis harga saham. Berdasarkan analisis yang dilakukan oleh Antill dan Arnott (2002), ROACE memiliki kelemahan yaitu hanya memperhitungkan pendapatan jangka pendek tanpa memperhitungkan tambahan pendapatan atau pertumbuhan pendapatan kedepannya. ROACE akan turun pada tahun pertama proyek berlangsung dan pada tahun berikutnya ketika proyek sudah menghasilkan pendapatan maka ROACE akan meningkat seiring dengan penurunan investasi dan peningkatan depresiasi. Hal ini menyebabkan perusahaan minyak dan gas dunia memberlakukan batas atas terhadap investasi dan cenderung memilih investasi yang dapat memberikan keuntungan jangka pendek. Indikator tersebut menyebabkan peningkatan produksi tanpa memperhitungkan tambahan cadangan minyak dan gas kedepannya.

Peningkatan harga minyak dunia tidak menambah aktivitas pengeboran eksplorasi. Hal tersebut dapat dijelaskan dalam penelitian Osmundsen (2006) bahwa tidak ada korelasi antara peningkatan harga minyak dunia dengan peningkatan kegiatan eksplorasi. Penjelasan terhadap hal tersebut dapat disimpulkan sebagai berikut. Pertama, peningkatan pendapatan pada jangka pendek akibat dari berbagai faktor dan tidak berkorelasi satu sama lain. Kedua, indikator ROACE tidak di normalisasi pada kondisi pasar. Ketiga, ROACE tidak memperhitungkan biaya yang terdahulu dalam mengukur tingkat pengembalian (Osmundsen 2006). Kesimpulan dalam penelitian terdahulu menyebutkan bahwa ROACE tidak menggambarkan nilai perusahaan namun tetap digunakan sebagai indikator penilaian manajemen.



Grafik 4
Perbandingan Antara ROACE dengan Crude Price

Sumber: Hasil olahan Peneliti

Nilai perusahaan yang dijadikan penilaian terhadap indikator kinerja keuangan dan harga minyak dunia adalah Tobin’s Q. Berdasarkan Damodaran (2006), Tobin’s Q digunakan untuk menilai perusahaan yang pertumbuhannya telah mencapai titik maksimal dan penilaian tersebut mengukur tingkat kualitas manajemen dalam menjalankan perusahaannya. Berdasarkan hasil studi, perusahaan yang memiliki nilai Tobin’s Q yang rendah cenderung menjadi target akuisisi dengan tujuan untuk menyelamatkan perusahaan dan meningkatkan nilai perusahaannya. Berdasarkan penelitian Bolton et al (2011), perusahaan yang memiliki *leverage* dengan utang memiliki hubungan yang asimetris antara Tobin’s Q dengan investasi. Investasi menurun dengan turunnya

leverage karena perusahaan memprioritaskan pembayaran utang dan Tobin's Q meningkat seiring dengan peningkatan *leverage* karena tambahan uang kas dapat memberikan keringanan terhadap beban pembayaran bunga.

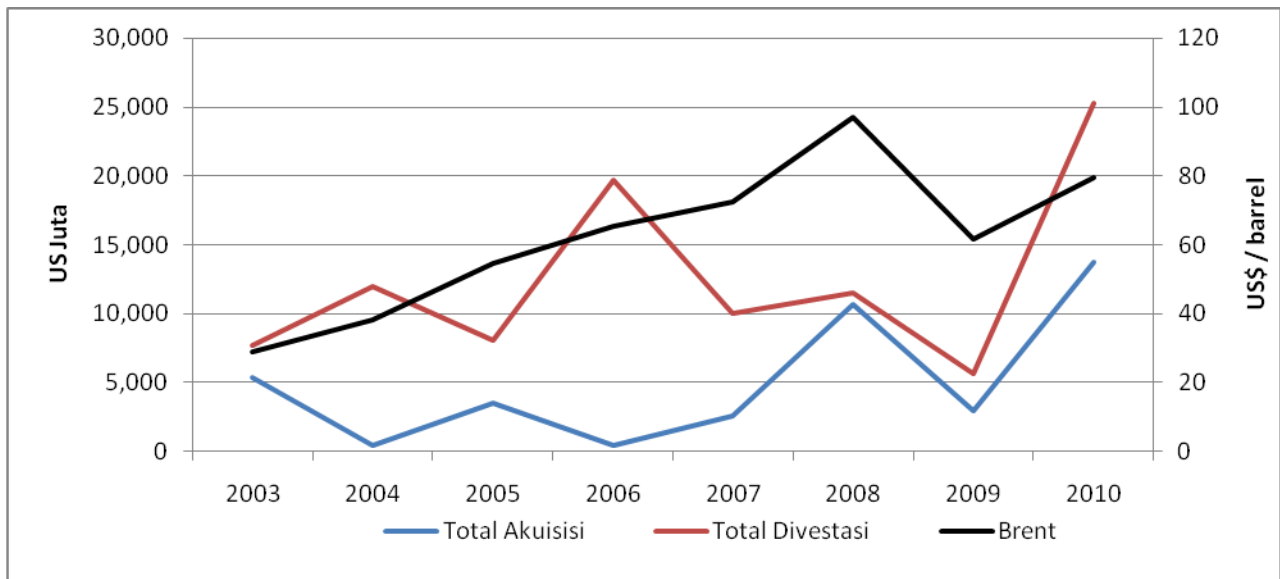
Perubahan Bisnis Strategi Perusahaan Minyak

Berdasarkan paparan profil perusahaan minyak dan gas sebelumnya, telah terjadi perubahan strategi atas fokus bisnis minyak dan gas. Perusahaan minyak dan gas pada tahun 1990 hingga 2010 telah melakukan kegiatan merger dan akuisisi untuk meningkatkan cadangan, meningkatkan produksi, efisiensi biaya dan mensinergikan teknologi dan pengalaman manajemen. Perubahan strategi juga dilakukan perusahaan minyak dan gas terkait dengan pengembangan minyak dan gas nonkonvensional yang meliputi *coal bed methane, oil sands, shale gas* dan pengembangan alternatif energy yang meliputi geothermal, tenaga matahari, tenaga angin, minyak sayur dan lain – lain. Alokasi investasi terhadap pengembangan energi terbarukan dilakukan oleh perusahaan minyak dan gas dunia guna mencari sumber energi lain yang dapat menjalankan perekonomian negara.

Berdasarkan penelitian yang dilakukan Mitchell et. al (2012) terdapat beberapa penemuan terkait dengan perubahan strategi perusahaan minyak dan gas terhadap peningkatan harga minyak dunia. Peningkatan harga minyak yang terjadi pada tahun 2005 dan kebijakan pemerintah terkait dengan gas karbon emisi mengakibatkan perubahan dalam penggunaan minyak sebagai bahan bakar transportasi untuk menjadi lebih efisien dan mencari alternatif energi lainnya. OPEC sebagai institusi yang dapat mempengaruhi harga minyak akan memiliki pesaing dari perusahaan minyak dan gas nonkonvensional. Banyak perusahaan minyak dan gas yang merespon dengan baik kenaikan harga minyak terkait dengan biaya investasi yang besar pada lapangan nonkonvensional. Gas akan menjadi sumber energi yang baru untuk kebutuhan dunia karena telah diketemukannya lapangan gas nonkonvensional namun belum diproduksi secara massal disebabkan oleh harga gas yang belum optimal. Perkembangan teknologi mampu meningkatkan produksi secara efisien dan memproduksi minyak dan gas pada lapisan yang sebelumnya tidak dapat dijangkau sehingga perusahaan minyak dapat memperluas lini bisnis. Akibatnya perusahaan minyak dunia mulai melirik lapangan minyak dan gas nonkonvensional terkait dengan peningkatan harga minyak dunia, sehingga mendorong pemanfaatan teknologi yang dapat melakukan pengembangan nonkonvensional dan memastikan agar kebutuhan akan minyak dan gas tersebut tetap tumbuh ke depannya.

Akuisisi dan Divestasi Perusahaan Minyak

Perusahaan – perusahaan minyak dalam penelitian ini telah melakukan kegiatan akuisisi dan divestasi pada portofolio masing masing. Selama periode pengamatan tahun 2003 sampai dengan 2010, hasil olahan data akuisisi dan divestasi yang didapat dari konsultan IHS menyimpulkan bahwa perusahaan minyak cenderung melakukan kegiatan divestasi daripada melakukan akuisisi pada saat tren indeks harga minyak mengalami kenaikan pada periode tahun 2006 dan tahun 2010. Hal tersebut terdapat kemungkinan bahwa pada periode tersebut perusahaan minyak cenderung menjual aset ketika terjadi asumsi bahwa harga minyak akan tetap naik sehingga akan mendapatkan keuntungan yang lebih besar dan guna mencapai target ROACE pada tahun tersebut.



Grafik 5

Total Akuisisi versus Total Divestasi dan Index Harga Minyak Brent

Sumber: Hasil olahan penulis

Hipotesis Penelitian

H1: Index rata – rata tahunan minyak dunia (Brent) memiliki korelasi positif terhadap nilai perusahaan minyak dunia.

Berdasarkan penelitian Chiou dan Lee (2009) tentang hubungan antara index harga saham S&P 500 dengan harga minyak West Texas Index (WTI) menyimpulkan bahwa fluktuasi harga minyak mengakibatkan penurunan harga index saham tersebut .Hal ini diperkuat oleh Elyasiani et. Al. (2011) dalam penelitiannya bahwa fluktuasi harga minyak menambahkan faktor risiko terhadap penurunan harga saham. Osmundsen (2006) dalam penelitiannya berpendapat sama yang pada kesimpulannya penilaian perusahaan minyak berkolerasi negatif terhadap penilaian perusahaan minyak. Namun dalam penelitian Lombardi dan Ravazallo (2011) serta Bianconi dan Yoshino (2013) menunjukkan hubungan antara harga minyak dunia dengan tingkat pengembalian saham perusahaan minyak dunia memiliki hubungan positif. Berdasarkan model gabungan antara harga minyak dan harga saham perusahaan minyak, penelitian tersebut menyimpulkan bahwa terdapat korelasi yang positif antara harga minyak WTI dengan penilaian harga perusahaan minyak.

H2: Rasio indikator *leverage* memiliki korelasi positif terhadap nilai perusahaan minyak.

H3: Rasio indikator likuiditas memiliki korelasi positif terhadap nilai perusahaan minyak

Berdasarkan penelitian Bolton et al (2011) perusahaan yang memiliki *financial constraints* cenderung memiliki hubungan yang bertolak belakang antara Tobin’s Q dan investasi. Penelitian tersebut menyimpulkan bahwa investasi menurun dengan adanya *leverage*, perusahaan harus memotong biaya investasi untuk menurunkan biaya penambahan modal. Penelitian tersebut juga menyimpulkan bahwa Tobin’s Q meningkat seiring dengan *leverage* perusahaan karena penambahan modal dapat menaikkan likuiditas perusahaan. Bila ditambahkan dengan penelitian Dorgan (2010), perusahaan minyak cenderung menurunkan rasio *leverage* melalui pembelian kembali saham ketimbang melakukan keputusan investasi untuk meningkatkan harga saham perusahaan minyak.

H4: Indikator kinerja perusahaan ROACE memiliki hubungan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan minyak.

Berdasarkan penelitian Osmundsen (2006), ROACE bukan menjadi indikator penentu dalam menilai perusahaan minyak. Penelitian tersebut menyimpulkan bahwa hubungan antara penilaian perusahaan dengan ROACE adalah tidak signifikan. Namun perusahaan minyak yang terintegrasi menggunakan ROACE sebagai faktor penentu terhadap indikator kinerja perusahaan berdasarkan laporan keuangan perusahaan minyak masing masing.

Sifat dan Sumber Data

Berdasarkan sifatnya, data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data yang bersifat kuantitatif dan kualitatif. Data kuantitatif bersumber dari laporan keuangan ExxonMobil, Shell, BP, Chevron, dan Conoco Phillip periode 2003-2010, yang dilengkapi data kualitatif berupa gambaran umum kelima perusahaan minyak tersebut.

Berdasarkan sumbernya, data yang digunakan dalam penelitian ini seluruhnya adalah data internal perusahaan yang didapat dari masing – masing perusahaan dan data sekunder eksternal yang diperoleh dari data pihak ketiga (S&P Capital IQ dan Woodmackenzie) dalam hal ini data perusahaan dan data laporan keuangan dari tahun 2003-2010.

ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

Hasil dari pengolahan data dan pembahasan analisis tersebut akan diuraikan secara sistematis, meliputi: deskripsi umum hasil penelitian, pengujian asumsi klasik, analisis data yang berupa hasil analisis regresi, pengujian variabel independen secara parsial dan simultan dengan model regresi, pembahasan tentang variabel independen dengan variabel dependen.

- **Statistik Deskriptif**

Berdasarkan data yang diolah dari aplikasi S&Q Capital IQ (2013) diperoleh rasio – rasio keuangan yang digunakan dalam penelitian yang meliputi nilai perusahaan dan kinerja keuangan perusahaan, sedangkan harga minyak dunia didapat dari publikasi EIA (2013).

Tabel 1
Perhitungan rata – rata dan Standar Deviasi

	N	Mean	Std. Deviation
CR	40	1,6108	1,05902
ROAC	40	0,2490	0,10288
DER	40	0,4168	0,16079
TobnQ	40	1,3923	0,45989
OilP	40	0,1813	0,23207

Sumber :Output SPSS Versi 2.1 (Diolah penulis)

Berdasarkan hasil perhitungan pada tabel 1 hasil analisis deskriptif *mean* rasio likuiditas yang diukur melalui *current ratio* selama periode pengamatan (2003-2010) sebesar 1,610 dengan standar deviasi (SD) sebesar 1,059. Hasil tersebut menunjukkan bahwa nilai rata – rata likuiditas perusahaan lebih besar dari SD mengindikasikan hasil yang baik karena rendahnya variasi data. *Current ratio* nilai tertinggi dimiliki oleh Exxon Mobil dengan rata – rata 27,95 dan *current ratio* terendah adalah Conoco Phillip dengan rata – rata 1,12.

Hasil analisa deskriptif pada profitabilitas yang diukur melalui ROACE pada periode pengamatan (2003 – 2010) sebesar 0,249 dengan standar deviasi sebesar 0,102. Hasil tersebut menunjukkan bahwa nilai rata – rata ROACE lebih besar dari SD, yang mengindikasikan hasil yang baik karena rendahnya variasi data. ROACE nilai tertinggi dimiliki oleh Exxon Mobil

dengan rata – rata sebesar 35%, sedangkan ROACE terendah dimiliki oleh BP dengan rata – rata sebesar 16,7%.

Hasil analisis deskriptif pada *leverage* yang diukur melalui *debt to equity ratio* pada periode pengamatan (2003 – 2010) sebesar 0,416 dengan standar deviasi 0,160. Hasil tersebut menunjukkan bahwa nilai rata – rata DER lebih besar dari SD yang menindikasikan hasil yang baik karena rendahnya variasi data. Nilai DER tertinggi dimiliki oleh BP dengan rata – rata sebesar 0,58, sedangkan DER terendah dimiliki oleh Exxon Mobil dengan rata – rata sebesar 0,30.

Hasil analisis deskriptif penilaian perusahaan yang diukur melalui Tobin’s Q pada periode pengamatan (2003 – 2010) sebesar 1,392 dengan standar deviasi sebesar 0,459. Hasil tersebut menunjukkan bahwa nilai rata – rata Tobin’s Q lebih besar dari SD yang mengindikasikan hasil yang baik karena rendahnya variasi data. Nilai Tobin’s Q tertinggi adalah Exxon Mobil dengan rata – rata sebesar 1,93, sedangkan nilai Tobin’s Q terendah dimiliki oleh Shell dengan rata – rata sebesar 0,83.

Hasil analisis deskriptif *mean index* harga minyak tahunan Brent pada periode pengamatan (2003 – 2010) sebesar 0,181 dengan standar deviasi sebesar 0,232. Hasil tersebut menunjukkan bahwa nilai rata – rata index harga minyak lebih rendah dari SD yang mengindikasikan hasil yang kurang baik karena tingginya variasi data.

Pembahasan dan Hasil Analisis

Pengujian metode analisis menggunakan pool dikarenakan data yang terdiri dari lima perusahaan dan terdapat empat variabel independen untuk masing – masing perusahaan. Sebelum melakukan penelitian menggunakan panel data, perlu dilakukan terlebih dahulu Uji Hausman. untuk menentukan metode yang tepat untuk melakukan regresi panel data. Berikut adalah hasil Uji Hausman.

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	3.14	4	0.53

Sumber: Hasil output Eview 7

Berdasarkan hasil Uji Hausman, *chi-square statistic* menggambarkan korelasi masing-masing variabel sebesar 3.14 sedangkan *chi-square d.f.* menghasilkan 4. Metode regresi panel data menggunakan *random effect* karena *chi-square statistic* lebih kecil dari *chi-square d.f.*

Setelah dilakukannya Uji Hausman, metode pengujian menggunakan *random effect*. Hasil pengujian hipotesis dalam penelitian ini dimulai dengan pendekatan menggunakan metode *Pooled EGLS (Cross section random effects)*. Tujuan dari penggunaan metode ini untuk menentukan hubungan antara masing – masing variabel independen terhadap nilai perusahaan minyak dunia.

Tabel 2 menunjukkan bahwa dari empat variabel bebas, hanya ROACE yang tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan (tingkat signifikan 0,05), sedangkan harga minyak sangat menentukan nilai perusahaan minyak dunia. Nilai determinasi dari model tersebut adalah sebesar 0,461 yang dapat diartikan bahwa 46,1% variabel independen dapat mempengaruhi nilai perusahaan minyak dunia. Model ini tidak dapat dipergunakan karena terdapat variabel yang mempunyai nilai signifikansi lebih dari 0,05 sehingga tidak dapat menggambarkan hubungan antar variabel independen. Selanjutnya dilakukan estimasi model penelitian metode *random effect* melalui estimasi linier dengan *cross section weights* dengan asumsi terdapat heteroskedastisitas dalam permodelan.

Tabel 2
Method: Pooled EGLS (Cross Section random effects)

Variabel	Output		
	Koefisien	t-hitung	Signifikansi (P-value)
Kontanta	1,066	3,704	0,001*
CR?	0,016	2,316	0,027*
DER?	0,922	2,448	0,020*
ROAC?	1,094	1,902	0,066*
OILP	-0,008	-4,292	0,000*
F	7,484		
Sig. F	0,000		
R ²	0,461		
Adj. R ²	0,399		

Sumber: Output Eview 7

*Tingkat signifikan 5%

F-test menunjukkan koefisien regresi secara bersama-sama memiliki nilai yang signifikan berbeda dari nol. t-test menunjukkan bahwa pada tingkat signifikansi 5%, variabel CR, DER ROAC dan OILP mempengaruhi Tobin's Q

Tabel 3
Method: Pooled EGLS (Cross Section weights)

Variabel	Output		
	Koefisien	t-hitung	Signifikansi (P-value)
Kontanta	1,210	5,586	0,000*
CR?	0,012	1,978	0,057*
DER?	0,477	1,443	0,159*
ROAC?	1,058	2,249	0,032*
OILP	-0,006	-4,642	0,000*
F	28,686		
Sig. F	0,000		
R ²	0,880		
Adj. R ²	0,850		

Sumber: Output Eview 7

*Tingkat signifikan 5%

F-test menunjukkan koefisien regresi secara bersama-sama memiliki nilai yang signifikan berbeda dari nol. t-test menunjukkan bahwa pada tingkat signifikansi 5%, variabel CR, DER ROAC dan OILP mempengaruhi Tobin's Q

Tabel 3 menunjukkan variabel DER yang memiliki tingkat signifikansi yang signifikan secara statistik dan adjusted R square dengan nilai 0,850. Berdasarkan hasil tersebut terdapat heteroskedastisitas dalam permodelan sehingga variabel DER masih memiliki tingkat signifikansi terhadap nilai perusahaan. Karenanya perlu dilakukan permodelan dengan menghilangkan heteroskedastisitas melalui metode *Pooled EGLS (Cross Section SUR)*.

Tabel 4
Method: Pooled EGLS (Cross Section SUR)

Variabel	Output		
	Koefisien	t-hitung	Signifikansi (P-value)
Kontanta	1,174	6,081	0,000*
CR?	0,016	3,229	0,003*
DER?	0,526	2,125	0,042*
ROAC?	1,121	2,571	0,015*
OILP	-0,007	-4,954	0,000*
F	110,548		
Sig. F	0,000		
R ²	0,966		
Adj. R ²	0,957		

Sumber: Output Eview 7

*Tingkat signifikan 5%

F-test menunjukkan koefisien regresi secara bersama-sama memiliki nilai yang signifikan berbeda dari nol. t-test menunjukkan bahwa pada tingkat signifikansi 5%, variabel CR, DER ROAC dan OILP mempengaruhi Tobin's Q

Tabel 4 menunjukkan bahwa masing – masing variabel tidak memiliki tingkat signifikansi diatas 0,05 sehingga model diatas dapat digunakan untuk mengetahui hubungan masing – masing variabel independen terhadap nilai perusahaan minyak dunia setelah dihilangkan heteroskaditasnya guna memvariasi nilai Tobin's Q. Model diatas dengan nilai adjusted R square sebesar 0,957 yang berarti variasi dari model Tobin's Q dapat dijelaskan oleh variabel Current Ratio, Debt to Equity Ratio dan ROACE sebesar 95.7% mengindikasikan variabel yang diuji dapat menjelaskan nilai Tobin's Q.

Dari tabel diatas, maka dapat disusun persamaan regresi linier berganda sebagai berikut.

$$\text{Tobn Qit} = 1,174 + 0,016.CRit + 0,526.DERit + 1,121.ROACit - 0,007.OILPit$$

Persamaan regresi linier berganda tersebut di atas dapat dianalisis sebagai berikut:

1. Konstanta sebesar 1,174 menyatakan bahwa jika variabel independen dianggap konstan maka nilai perusahaan menjadi 1,174.
2. Koefisien regresi CR (likuiditas) sebesar 0,016 menyatakan bahwa setiap penambahan CR sebesar 1% maka akan meningkatkan nilai perusahaan sebesar 0,016%.
3. Koefisien regresi ROAC (profitabilitas) sebesar 1,121 menyatakan bahwa setiap penambahan ROAC sebesar 1% maka akan meningkatkan nilai perusahaan sebesar 1,121%.
4. Koefisien regresi DER (*leverage*) sebesar 0,526 menyatakan bahwa setiap penambahan DER sebesar 1% maka akan meningkatkan nilai perusahaan sebesar 0,526%.
5. Koefisien regresi OILP (harga minyak dunia) sebesar -0,007 menyatakan bahwa setiap penambahan 1% maka akan menurunkan nilai perusahaan sebesar -0,007%.

Pembahasan

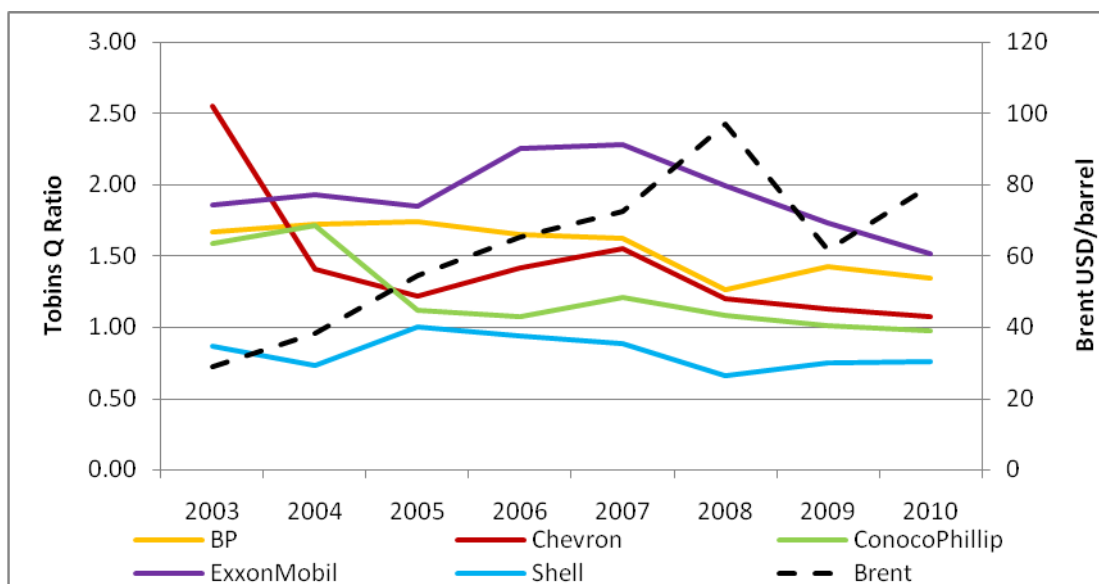
Berdasarkan pengujian hipotesis yang telah dilakukan, terlihat bahwa kinerja keuangan perusahaan yang menggunakan indikator *leverage*, likuiditas, dan profitabilitas memiliki pengaruh signifikan dan positif terhadap nilai perusahaan berdasarkan tingkat keyakinan 5%. Di

sisi lain, indeks harga minyak tahunan memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap nilai perusahaan berdasarkan tingkat keyakinan 5%. Hasil penelitian terhadap masing – masing variabel dapat diuraikan sebagai berikut.

1. Pengaruh index rata – rata tahunan minyak dunia (Brent) terhadap nilai perusahaan

Berdasarkan penelitian Mohanty dan Nandha (2011), apabila menggunakan metode kerangka Fama-French (1992, 1995) untuk mengukur tingkat eksposur harga minyak dengan perusahaan minyak di Amerika Serikat menghasilkan kesimpulan bahwa terdapat hubungan yang signifikan positif. Penelitian lebih lanjut oleh Bianconi dan Yoshino (2013) juga menghasilkan kesimpulan yang sama bahwa terdapat korelasi yang positif antara tingkat pengembalian harga saham perusahaan minyak dengan indeks harga minyak WTI. Namun penelitian tersebut bertolak belakang dengan penelitian Chiou dan Lee (2009) yang menyebutkan terdapat hubungan yang asimetris antara indeks S&P 500 dengan indeks harga minyak WTI. Hasil penelitian ini telah menguatkan teori Chiou dan Lee (2009), yaitu terdapat hubungan yang signifikan negatif antara harga minyak dengan nilai perusahaan pada tingkat keyakinan 5% berdasarkan sampel 5 perusahaan integrasi minyak dan gas pada periode 2003 sampai dengan periode 2010. Hasil penelitian ini menyimpulkan bahwa ketika terjadi kenaikan harga minyak nilai perusahaan cenderung turun.

Hasil penelitian tersebut dapat terlihat pada grafik 4.1, yang menunjukkan saat peningkatan harga Brent, Tobin’ s Q perusahaan minyak cenderung turun. Sensitivitas tertinggi penurunan Tobin’ s Q terhadap kenaikan harga minyak terjadi pada Chevron pada periode 2003 sampai dengan tahun 2005. Pada tahun 2008 dan 2009, fluktuasi harga minyak, ketika itu mencapai titik tertinggi dan dibandingkan penurunan setelahnya, Tobin’ s Q perusahaan minyak menurun tajam pada tahun 2008 dan naik kembali atau *rebound* pada tahun 2009. Hal ini memperkuat studi empiris bahwa hubungan harga minyak dan Tobin’ s Q memiliki korelasi yang negatif.



Grafik 4.1

Hubungan antara rata-rata Tobin’s Q dengan Brent

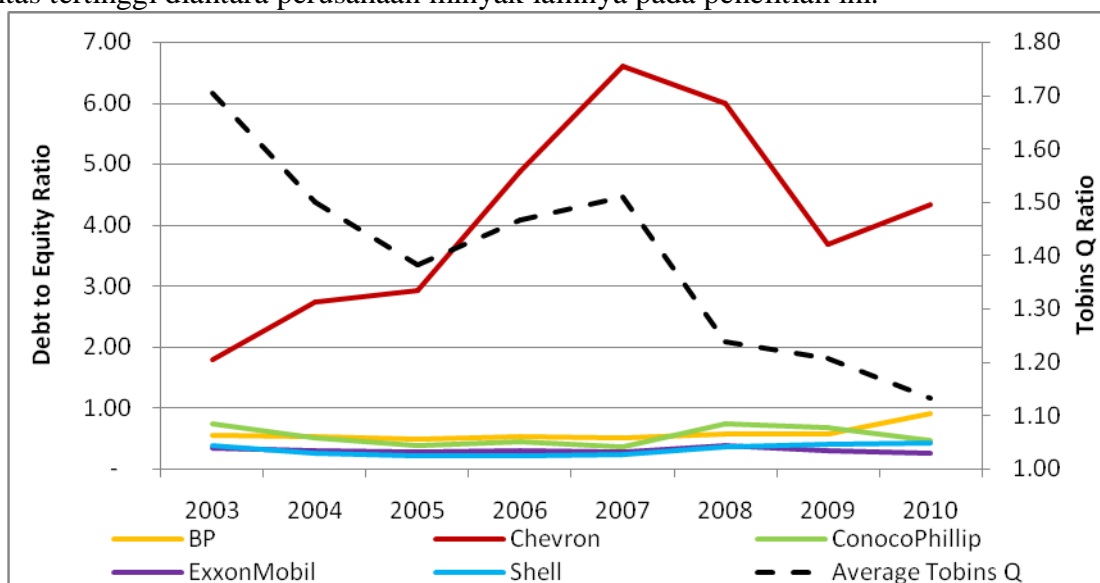
Sumber: Hasil olahan Peneliti

2. Pengaruh rasio indikator *leverage* dan likuiditas terhadap nilai perusahaan

Berdasarkan penelitian Bolton et al (2011) perusahaan yang memiliki *financial constraints*

cenderung memiliki hubungan yang bertolak belakang antara Tobin's Q dan investasi. Penelitian tersebut menyimpulkan bahwa saat investasi menurun dengan adanya *leverage*, perusahaan harus memotong biaya investasi untuk menurunkan biaya penambahan modal. Penelitian tersebut juga menyimpulkan bahwa Tobin's Q meningkat seiring dengan *leverage* perusahaan karena penambahan modal dapat meningkatkan likuiditas perusahaan. Bila ditambahkan dengan penelitian Dorgan (2010), perusahaan minyak cenderung menurunkan rasio *leverage* melalui pembelian kembali saham ketimbang melakukan keputusan investasi untuk meningkatkan harga saham perusahaan minyak.

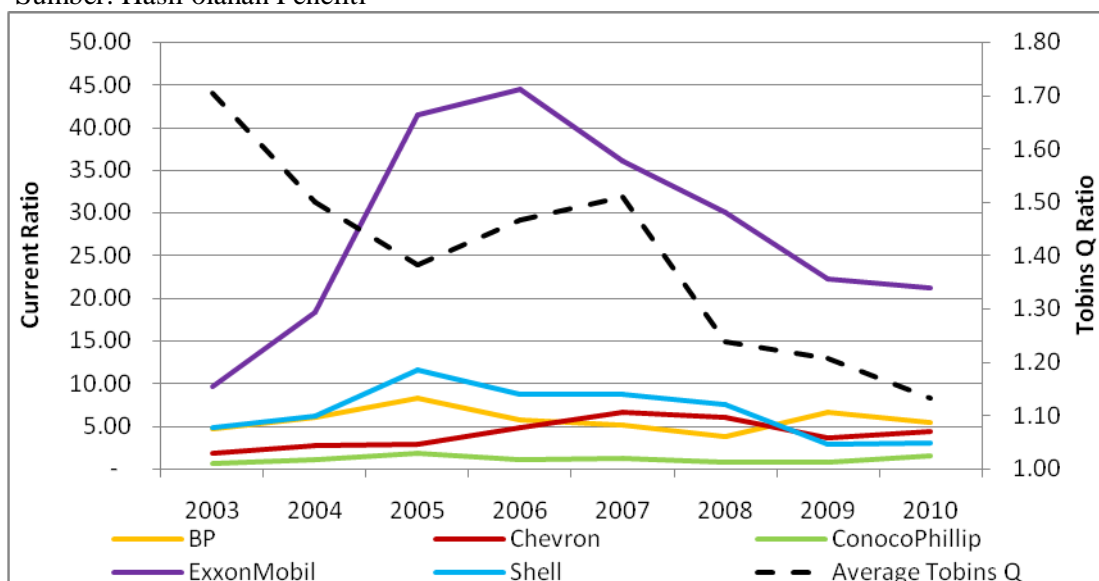
Berdasarkan hasil studi empiris pada penelitian ini, rasio indikator *leverage* dan likuiditas memiliki korelasi positif dengan Tobin's Q. Hal ini menggambarkan bahwa bila perusahaan berusaha untuk meningkatkan nilai perusahaan, maka cenderung melakukan tindakan pengurangan biaya investasi dan melakukan pembelian kembali perusahaan. Pada grafik 4.2 dan grafik 4.3, Chevron merupakan perusahaan yang memiliki tingkat *leverage* terbesar diantara perusahaan minyak lainnya pada penelitian ini, sedangkan Exxon Mobil memiliki tingkat likuiditas tertinggi diantara perusahaan minyak lainnya pada penelitian ini.



Grafik 4.2

Hubungan antara *leverage* dengan Tobin's Q

Sumber: Hasil olahan Peneliti



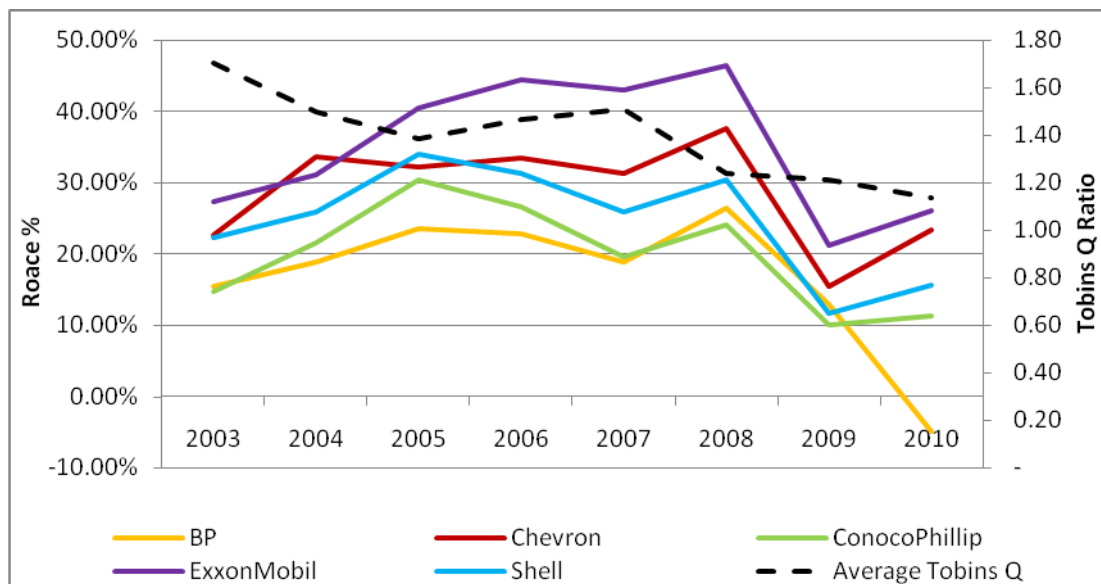
Grafik 4.3

Hubungan antara likuiditas dengan Tobin's Q

Sumber: Hasil olahan Peneliti

3. Pengaruh rasio indikator profitabilitas terhadap nilai perusahaan

Berdasarkan penelitian Osmundsen (2006), ROACE bukan menjadi indikator penentu dalam menilai perusahaan minyak. Penelitian tersebut menyimpulkan bahwa hubungan antara penilaian perusahaan dengan ROACE adalah tidak signifikan. Namun perusahaan minyak yang terintegrasi menggunakan ROACE sebagai faktor penentu terhadap indikator kinerja perusahaan berdasarkan laporan keuangan perusahaan minyak masing masing. Berdasarkan penelitian ini, hubungan ROACE terhadap Tobin's Q adalah signifikan dan memiliki korelasi positif pada kelima perusahaan minyak dalam penelitian pada periode 2003 sampai dengan periode 2010. Perusahaan ExxonMobil memiliki tingkat ROACE terbesar di antara perusahaan minyak lainnya.



Grafik 4.4

Hubungan antara profitabilitas dengan Tobin's Q

Sumber: Hasil olahan Peneliti

Hasil penelitian studi empiris bila dilakukan perbandingan antara masing – masing perusahaan menghasilkan *fixed cross* efek yang berbeda – beda. Penelitian ini dilakukan secara *general* sehingga menghasilkan *fixed cross* sebagai berikut:

Perusahaan minyak	<i>Fixed Cross Effect</i>
BP	0,217
Chevron	0,116
ConocoPhillip	-0,056
ExxonMobil	0,189
Shell	-0,467

Sumber: Olah data peneliti

Masing – masing *fixed cross* tersebut, bila ditambahkan dalam koefisien persamaan hasil

penelitian ini, menghasilkan pendekatan Tobin's Q untuk masing – masing perusahaan minyak. Sensitivitas tertinggi terdapat pada BP dengan *fixed cross effect* sebesar 0,217 sedangkan sensitivitas terendah terdapat pada Shell dengan *fixed cross effect* sebesar -0,467.

KESIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui hubungan antara harga minyak, indikator finansial dari *leverage*, likuiditas dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan. Harga minyak yang digunakan adalah indeks Brent yang telah disetahunkan pada periode 2003 sampai dengan periode 2010. Indikator finansial yang digunakan dalam penelitian ini adalah *debt to equity ratio*, *current ratio* dan ROACE. Nilai perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini adalah Tobin's Q, yang kemudian dilakukan analisis data panel terhadap indeks harga minyak dan indikator finansial perusahaan minyak.

. Hasil penelitian ini memiliki pendapat yang sama dengan penelitian Chiou dan Lee (2009) dan Elyasiani et al (2011), yaitu bahwa harga minyak dapat mempengaruhi nilai perusahaan dan memiliki korelasi yang negatif. Sesuai dengan hasil penelitian ini maka kenaikan harga minyak 1% dapat menurunkan nilai perusahaan sebesar 0,007%.

Hasil penelitian ini juga memiliki pendapat yang sama dengan penelitian Bolton et. al. (2011) dan Dorgan (2010) dengan menunjukkan bahwa *leverage* dan likuiditas memiliki hubungan yang signifikan pada tingkat keyakinan 5% dan memiliki korelasi positif. Sesuai dengan hasil penelitian ini maka kenaikan *leverage* sebesar 1% dapat menaikkan nilai perusahaan sebesar 0,526% dan kenaikan likuiditas sebesar 1% dapat menaikkan nilai perusahaan sebesar 0,016%.

Namun demikian, hasil penelitian ini tidak sependapat dengan Osmundsen (2006) karena hubungan antara profitabilitas (Roace) dengan nilai perusahaan adalah signifikan dan memiliki korelasi yang positif pada tingkat keyakinan 5%. Sesuai dengan hasil penelitian ini maka kenaikan 1% pada profitabilitas maka dapat menaikkan nilai perusahaan sebesar 1,121%.

Nilai perusahaan, terutama perusahaan minyak dunia, berdasarkan penelitian ini lebih sensitif terhadap perubahan indikator profitabilitas dan kurang sensitif terhadap harga minyak. Penelitian ini menunjukkan bahwa kenaikan profitabilitas sebesar 1% dapat meningkatkan nilai perusahaan sebesar 1,121%, sedangkan kenaikan harga minyak sebesar 1% dapat menurunkan nilai perusahaan sebesar -0,007%. Hal ini dapat menjadi landasan bahwa perusahaan minyak dunia lebih menggunakan indikator profitabilitas perusahaan sebagai penentu nilai perusahaan. Selain itu profitabilitas, kemampuan prediksi dari indikator kinerja keuangan yang tercermin melalui analisis likuiditas, *leverage*, dan harga minyak juga menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Baltagi, Badi H. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data* 3rd edition. John Wiley & Sons
- BP. *Statistical Review of World Energy 2013*. Juni 2013 dan 18 Agustus 2013
<<http://www.bp.com/statisticalreview>>.
- Brogan, Andy, and Pip McCrystie. *Global Capital Confidence Barometer*. Vol. 8th. Outlook
May - October 2013. Ernst & Young.
- Brogan, Andy. (2012) *Global Oil and Gas Transaction Review 2012*. Ernst & Young.
- Damodaran, Aswath. (2006) *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and
Corporate Finance*. John Wiley & Sons.
- Dorgan, Byron L. (2010) "An Analysis of the Finances and Investments of the Major Oil
Companies." *Democratic Policy Committee*. N.p. 24 Mei 2010.
- Osmundsen, Petter, Frank Asche, Bard Misund, and Klaus Mohn. (2006) "Valuation of
International Oil Companies." *The Energy Journal* 27.3: 49-64.
- Gujarati, Damodar. N. (2007). *Dasar – dasar ekonometrika*. Edisi Ketiga. Penerbit Erlangga.
- Ghozali, Imam. (2006). *Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Edisi ke 4. Badan
Penerbit Univesitas Diponegoro.
- Ghosh, Neal, Chris Varvares, and James Morley. (2009). "The Effects of oil Price Shocks on
Output." *Business Economics*, 44(4): 220-228.
- Juhasz, Antonia. (2008). *The Tyranny of Oil: The World's Most Powerful Industry – And
What We Must Do To Stop It*. HarperCollins e-books.
- Manurung, Adler H. (2012). "Model Data Panel" *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, FEUHN; Vol
III No.2 Hal 69 – 88.
- Rasmussen, Tobias N., and Agustin Roitman. (2011). "Oil Shocks in a Global Perspective: Are
They Really that Bad?," *IMF Working Paper WP/11/194*.
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11194.pdf>
- US Energy Information Administration. "Spot Prices for Crude Oil and Petroleum
Products." 14 Agustus 2013 dan 18 Agustus . 2013
<http://www.eia.gov/dnav/pet/pet_pri_spt_s1_a.htm>.
- Partowidagdo, Widjajono. (2009) *Migas dan energy di Indonesia: Permasalahan dan
Analisis Kebijakan* Edisi 2." Development Studies Foundation.
- Varvares, Chris. "Musings on the Macroeconomic Effects of Oil Price Increases." *Business
Economics* 47.3 (2012): 193-96.
- Weston, Johnson, and J.A. Siu. "Mergers and Restructuring in the World Oil Industry."
Journal of Energy Finance and Development 4 (1999): 149-83.