

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Perkembangan pasar keuangan global dalam beberapa tahun terakhir diwarnai oleh gejolak signifikan akibat ketidakpastian ekonomi internasional, pengetatan kebijakan moneter oleh *Federal Reserve*, perlambatan ekonomi Tiongkok, serta meningkatnya tensi geopolitik global. IMF (2024) mencatat bahwa negara berkembang menjadi kelompok yang paling rentan terhadap arus modal asing, terutama ketika terjadi perubahan arah kebijakan suku bunga global atau meningkatnya persepsi risiko pasar (International Monetary Fund, 2024). Dalam hal tersebut, Indonesia sebagai salah satu *emerging market* tidak terlepas dari fenomena tersebut, mengingat struktur pasar modal domestik masih memiliki ketergantungan yang cukup besar terhadap partisipasi investor asing.

Di sisi lain, ketidakpastian geopolitik dan perlambatan ekonomi global juga memperburuk kondisi pasar saham. Laporan World Bank (2024) menyatakan bahwa pertumbuhan ekonomi global yang melambat meningkatkan risiko pasar keuangan dan menurunkan kepercayaan investor. Reuters (2025) juga melaporkan bahwa konflik geopolitik dan gangguan rantai pasok global menyebabkan ketidakpastian di pasar saham, sehingga *return* saham menjadi sulit diprediksi. Kondisi ini menunjukkan adanya masalah ketidakpastian global dan meningkatnya risiko sistemik, yang menyebabkan *return* saham tidak stabil dalam jangka pendek maupun jangka panjang.

Secara domestik, kondisi pasar modal Indonesia menunjukkan fenomena yang unik. Meskipun Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) sempat mencatat kenaikan lebih dari 21% dan mencapai rekor tertinggi, sejumlah saham berkapitalisasi besar justru mengalami tekanan harga pada periode yang sama, sehingga *return* saham yang diterima investor tidak merata (Bloomberg Technoz, 2025). Kondisi ini menunjukkan bahwa *return* saham tidak selalu bergerak searah dengan indeks pasar, melainkan dipengaruhi oleh faktor lain di luar pergerakan IHSG.

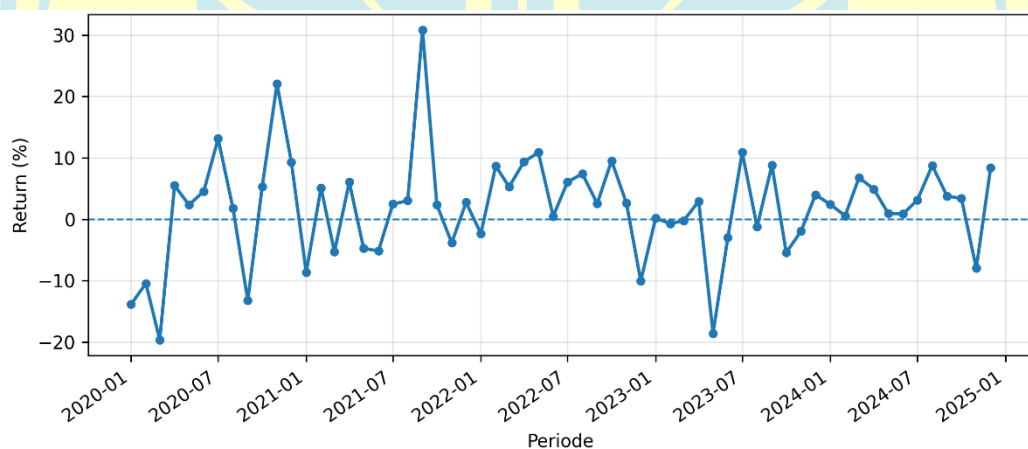
Selain itu, *return* saham di Indonesia juga menghadapi masalah volatilitas tinggi akibat faktor sektoral, khususnya pada sektor energi dan komoditas. Reuters (2024) menyebutkan bahwa fluktuasi harga batu bara dan minyak global menyebabkan pergerakan saham sektor energi menjadi sangat tidak stabil. Hal ini diperkuat oleh laporan CNBC Indonesia (2024) menunjukkan bahwa saham sektor energi mengalami lonjakan tajam pada saat harga komoditas naik, namun juga mengalami penurunan signifikan ketika harga komoditas melemah. Kondisi ini mencerminkan masalah volatilitas ekstrem dan ketergantungan *return* saham terhadap harga komoditas global, yang meningkatkan risiko bagi investor.

Fenomena volatilitas pada sektor energi tersebut tidak terlepas dari dinamika industri dalam beberapa tahun terakhir. Sebelum pandemi COVID-19, sektor energi dan pertambangan Indonesia menunjukkan kinerja yang relatif kuat. Indonesia merupakan salah satu produsen dan eksportir batu bara terbesar di dunia pada 2019 (PwC, 2019). Produksi batu bara Indonesia terus meningkat hingga mencapai sekitar 557 juta ton pada 2018 dan tetap ditopang oleh tingginya permintaan dari China dan India menjelang 2019 (Kementerian ESDM, 2019). Bahkan, ekspor batu bara Indonesia ke China mencapai sekitar 130 juta ton pada tahun 2019, mencerminkan tingginya permintaan global terhadap komoditas energi Indonesia (CNBC Indonesia, 2020). Kondisi tersebut memberikan prospek yang positif bagi sektor energi dan pertambangan serta meningkatkan optimisme investor terhadap saham-saham perusahaan energi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia.

Namun, kondisi yang kondusif tersebut berubah drastis ketika pandemi COVID-19 melanda dunia pada tahun 2020. Pembatasan aktivitas ekonomi, gangguan rantai pasok global, serta penurunan permintaan energi yang turun drastis. Kementerian ESDM mencatat bahwa produksi batu bara hingga Agustus 2020 turun sekitar 11% dibandingkan periode yang sama tahun 2019 (Bisnis.com, 2020). Selain itu, investasi di sektor energi turun dari US\$33 miliar pada 2019 menjadi US\$24,4 miliar pada 2020, atau berkurang sekitar US\$8,6 miliar akibat pandemi (Antara News, 2021). Penurunan permintaan tersebut mengakibatkan kinerja perusahaan energi mengalami tekanan, yang pada akhirnya turut memengaruhi harga dan *return* saham perusahaan di sektor energi.

Memasuki tahun 2021, sektor energi mulai mengalami pemulihan seiring membaiknya aktivitas ekonomi global dan tingginya harga komoditas. *International Energy Agency* (2021) melaporkan bahwa meningkatnya aktivitas ekonomi global mendorong kenaikan permintaan energi dunia setelah mengalami kontraksi pada tahun sebelumnya. Harga beberapa komoditas meningkat tajam, seperti Timah naik sekitar 89%; Tembaga 69%; Batu bara 54% dan Nikel 30% (Media Nikel Indonesia, 2021). Kondisi ini mendorong peningkatan laba perusahaan dan memberikan ekspektasi yang baik bagi investor, sehingga *return* saham sektor energi mengalami peningkatan. Hal ini terlihat dari gambar 1.1 berikut, berdasarkan data *trend return* saham rata-rata perusahaan sektor energi periode 2020–2024, menunjukkan fluktuasi yang signifikan, yaitu berada pada posisi -8,64% pada Januari 2021, meningkat hingga 31,01% pada September 2021.

Gambar 1.1 *Trend Return* Saham Sektor Energi Periode 2020–2024



Sumber: Data diolah, 2026

Kementerian ESDM mencatat bahwa Harga Batubara Acuan (HBA) pada September 2021 mencapai US\$150,03 per ton, meningkat tajam dibandingkan periode sebelumnya akibat tingginya permintaan dari China (Antara News, 2021). Pada saat yang sama, Reuters (2021) melaporkan bahwa impor batu bara China meningkat 76% karena krisis pasokan listrik yang melanda negara tersebut, sehingga mendorong harga batu bara dunia mencapai level rekor. Kondisi tersebut diperkuat oleh laporan International Energy Agency (IEA) yang menyatakan bahwa

harga batu bara global mencapai titik tertinggi sepanjang sejarah pada tahun 2021 sebagai akibat pemulihan ekonomi pascapandemi dan meningkatnya kebutuhan energi dunia (IEA, 2021). Peningkatan harga komoditas tersebut memberikan ekspektasi bagi perusahaan energi sehingga mendorong kenaikan harga serta *return* saham sektor energi di pasar modal.

Selain itu, pemulihan tersebut semakin diperkuat oleh industri kendaraan listrik dan transisi energi bersih yang meningkatkan kebutuhan terhadap mineral kritis, khususnya nikel sebagai bahan baku utama baterai kendaraan listrik. Kementerian ESDM yang dikutip oleh Media Nikel Indonesia (2021), memperkirakan bahwa kebutuhan nikel dunia untuk baterai kendaraan listrik diproyeksikan meningkat empat kali lipat pada tahun 2030. Permintaan nikel untuk baterai dan sistem penyimpanan energi meningkat dari sekitar 154 ribu ton pada 2020 menjadi 372 ribu ton pada 2025 (Media Nikel Indonesia, 2021). Indonesia sebagai salah satu produsen nikel terbesar di dunia menjadi tujuan investasi dan mendapat sentimen positif dari pasar modal (Liputan6, 2021). Kombinasi faktor-faktor tersebut mendorong peningkatan optimisme investor terhadap sektor energi yang tercermin pada meningkatnya *return* saham.

Pada tahun 2022, *return* saham sektor energi masih menunjukkan kinerja positif, dengan *return* mencapai 10,90% pada Mei 2022 dan 9,72% pada November 2022. Invasi Rusia ke Ukraina menyebabkan gangguan pasokan energi global sehingga harga minyak, gas, dan batu bara melonjak tajam. World Bank (2022) menyebut perang Rusia-Ukraina sebagai salah satu penyebab utama kenaikan harga komoditas global pada 2022. International Energy Agency (2023) melaporkan bahwa permintaan batu bara global mencapai rekor tertinggi pada tahun 2022, Kondisi tersebut meningkatkan pendapatan dan profitabilitas perusahaan energi sehingga mendorong kenaikan *return* saham sektor energi.

Namun memasuki tahun 2023 terjadi penurunan tajam dengan titik terendah sebesar -18,54% pada Mei 2023, sebelum kembali pulih menjadi 10,89% pada Juli 2023. Bloomberg Technoz (2023) melaporkan bahwa sektor energi menjadi salah satu sektor dengan kinerja terburuk di BEI pada awal tahun 2023. Kondisi tersebut dipengaruhi oleh penurunan harga berbagai komoditas energi, yang mengalami

koreksi lebih dari 50% dibandingkan tahun 2022. Penurunan tersebut disebabkan oleh perlambatan pemulihan ekonomi China dan meningkatnya produksi batu bara global (Bloomberg Technoz, 2023). Kondisi ini menunjukkan bahwa sektor energi memiliki tingkat sensitivitas yang tinggi terhadap perubahan harga komoditas global. Akibatnya, sentimen investor terhadap saham-saham sektor energi turut melemah sehingga menyebabkan penurunan *return* saham tahun 2023.

Pada tahun 2024 menunjukkan kondisi yang relatif lebih stabil, meskipun masih terjadi koreksi sebesar -7,94% pada November 2024. Kementerian ESDM mencatat bahwa realisasi investasi sektor ESDM pada 2024 meningkat menjadi USD 32,3 miliar dari USD 29,9 miliar pada 2023, menunjukkan masih kuatnya minat investasi pada sektor energi (Kementerian ESDM, 2025). Data tersebut menunjukkan bahwa *return* saham sektor energi sangat volatil dan dipengaruhi oleh kombinasi faktor fundamental perusahaan dan harga komoditas global. Namun demikian, *return* saham yang dihasilkan tidak selalu bergerak sejalan dengan peningkatan kinerja keuangan perusahaan. Hal ini menunjukkan adanya perbedaan antara kondisi fundamental perusahaan dengan respons pasar.

Selain faktor global dan sektoral, *return* saham juga sangat dipengaruhi oleh perilaku investor dan arus modal internasional. Reuters (2026) melaporkan bahwa jumlah dana global yang memiliki eksposur terhadap Indonesia menurun sebesar 7,6%, serta *fund* yang *overweight* terhadap Indonesia turun lebih dari 17%, yang menunjukkan penurunan minat investor global terhadap pasar domestik. Di sisi lain, laporan Kontan (2025) menunjukkan bahwa porsi kepemilikan investor asing di pasar saham Indonesia hanya sekitar 46,1%, dengan kontribusi transaksi sekitar 36%–37%, yang menandakan adanya pergeseran ke investor domestik. Hal ini menunjukkan adanya masalah sensitivitas *return* saham terhadap perubahan sentimen investor dan arus modal global.

Kondisi tersebut menunjukkan bahwa *return* saham tidak hanya dipengaruhi oleh faktor eksternal seperti dinamika global dan arus modal, tetapi juga dipengaruhi oleh faktor fundamental perusahaan. Dalam perspektif *signaling theory* yang dikemukakan oleh Spence (1973), manajemen perusahaan memiliki informasi yang lebih lengkap mengenai kondisi internal perusahaan dibandingkan

investor. Oleh karena itu, perusahaan memberikan sinyal kepada pasar melalui informasi keuangan maupun kebijakan Perusahaan (Spence, 1973). Investor akan menafsirkan sinyal tersebut sebagai dasar dalam mengambil keputusan investasi yang kemudian tercermin pada perubahan harga saham dan *return* saham. Sinyal positif akan meningkatkan kepercayaan investor, sedangkan sinyal negatif akan menurunkan minat pasar.

Salah satu sinyal fundamental yang penting adalah profitabilitas. Profitabilitas mencerminkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari aset maupun modal yang dimiliki (Brigham & Houston, 2019). Tingkat profitabilitas yang tinggi memberikan sinyal positif kepada pasar sehingga menarik minat investor dan mendorong kenaikan harga saham. Investor umumnya menilai perusahaan yang *profitable* sebagai perusahaan yang lebih sehat, memiliki kemampuan ekspansi, serta berpotensi memberikan imbal hasil yang lebih baik melalui *capital gain* (Tandelilin, 2017). Ketika permintaan investor terhadap saham meningkat, harga saham akan terdorong naik sehingga menghasilkan *return* saham yang lebih tinggi. Fenomena tersebut dapat dilihat pada Tabel 1.1 perusahaan sektor energi di Indonesia selama periode 2020–2024.

Tabel 1.1 Trend Profitabilitas Sektor Energi Periode 2020 - 2024

<i>Stock Name</i>	2020	2021	2022	2023	2024
ABM Investama Tbk	-4,56%	17,96%	17,25%	14,64%	6,65%
Alamtri Resources Indonesia Tbk	2,49%	13,55%	26,26%	6,24%	9,51%
AKR Corporindo Tbk	4,98%	4,82%	9,56%	10,30%	7,39%
Bayan Resources Tbk	21,27%	52,02%	58,34%	37,15%	26,79%
Elnusa Tbk	3,19%	1,50%	4,49%	5,30%	6,85%
Indo Tambangraya Megah Tbk	3,27%	28,53%	45,43%	22,84%	15,61%
Medco Energi Internasional Tbk	-3,01%	1,10%	7,76%	5,20%	4,82%
Perusahaan Gas Negara Tbk	-2,86%	4,85%	5,58%	5,71%	6,85%
Bukit Asam Tbk	9,69%	22,20%	29,53%	16,43%	12,54%
Petrosea Tbk	6,14%	6,37%	6,90%	1,71%	1,15%

Sumber: Data diolah, 2026

Ketika harga batu bara dan minyak dunia mengalami kenaikan tajam pada tahun 2021–2022, beberapa emiten energi seperti PT Alamtri Resources Indonesia Tbk (ADRO), PT Bayan Resources Tbk (BYAN), PT Indo Tambangraya Megah Tbk (ITMG) dan PT Bukit Asam Tbk (PTBA) mencatat lonjakan laba bersih yang signifikan seiring meningkatnya pendapatan usaha. Kondisi ini diikuti dengan penguatan harga saham di pasar modal, yang menunjukkan bahwa investor merespons positif peningkatan profitabilitas emiten energi. Namun pada saat harga komoditas mulai mengalami normalisasi dan laba menurun pada sebagian periode 2023–2024, *return* saham beberapa emiten juga mengalami pelemahan. Fenomena ini menunjukkan bahwa perubahan profitabilitas masih menjadi informasi penting yang memengaruhi ekspektasi investor terhadap *return* saham, khususnya pada sektor yang sensitif terhadap siklus komoditas dan kondisi global.

Berbagai penelitian telah membuktikan hubungan antara profitabilitas dan *return* saham. Berggrun et al. (2020) yang meneliti perusahaan pasar modal Amerika Latin periode 2002–2016 menemukan bahwa perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi secara konsisten menghasilkan *expected stock returns* yang lebih tinggi. Temuan ini menunjukkan bahwa laba perusahaan memiliki daya prediksi terhadap *return* saham di masa mendatang. Allozi dan Obeidat (2016) pada 65 perusahaan manufaktur di Amman *Stock Exchange* periode 2001–2011 menemukan bahwa profitabilitas berfungsi sebagai sinyal positif yang secara signifikan memengaruhi *return* saham, dimana investor cenderung memberikan valuasi lebih tinggi kepada perusahaan yang mampu menghasilkan laba besar. Selanjutnya, Hartono dan Sulistyowati (2022) pada 55 perusahaan sektor properti yang terdaftar di BEI periode 2015–2019, serta Alimah et al. (2025) pada perusahaan sektor *consumer goods* periode 2019–2023 yang menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap *return* saham. Hasil-hasil penelitian tersebut memperkuat pandangan bahwa investor di pasar modal Indonesia maupun internasional sama-sama menempatkan profitabilitas sebagai faktor penting dalam keputusan investasi. Hal tersebut menegaskan bahwa profitabilitas memiliki daya prediktif yang kuat terhadap *return* saham dan berfungsi sebagai sinyal fundamental yang diperhatikan investor.

Selain profitabilitas, kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban bunga atas utangnya juga menjadi perhatian penting bagi investor. *Interest Coverage Ratio* (ICR) berfungsi sebagai sinyal penting mengenai stabilitas keuangan dan risiko gagal bayar Perusahaan. ICR menunjukkan kemampuan perusahaan dalam membayar beban bunga dari laba operasional yang dihasilkan, sehingga mencerminkan tingkat keamanan keuangan perusahaan dalam memenuhi kewajiban kepada kreditur (Gitman & Zutter, 2015). Semakin tinggi nilai ICR, semakin rendah risiko gagal bayar yang dihadapi perusahaan sehingga dapat meningkatkan kepercayaan investor. Sebaliknya, penurunan ICR dapat menjadi sinyal meningkatnya risiko keuangan yang berpotensi memengaruhi keputusan investor dalam menanamkan modalnya.

Aspek praktis *Interest Coverage Ratio* (ICR) menjadi semakin relevan pada sektor energi di Indonesia. Setelah menikmati *commodity boom* pada tahun 2022, sektor energi menghadapi tekanan akibat penurunan harga batu bara yang mencapai 57% dibandingkan tahun sebelumnya (Databoks, 2023). Kondisi tersebut menyebabkan sektor energi menjadi salah satu sektor dengan kinerja terburuk di BEI pada tahun 2023 (Bloomberg Technoz, 2023). Dampaknya terlihat pada penurunan laba sejumlah emiten energi, seperti PT Bukit Asam yang mencatat penurunan laba bersih sebesar 51,5% pada tahun 2023 (Dunia Energi, 2024). Selain itu, Samuel Sekuritas memperkirakan laba emiten batu bara turun antara 30%–56% akibat pelemahan harga komoditas dan kenaikan biaya usaha (Republika, 2023).

Pada saat yang sama, perhatian terhadap ICR semakin meningkat sejak terjadinya kenaikan suku bunga global pada periode 2022–2024. Selama periode tersebut, Bank Indonesia menaikkan *BI-Rate* secara bertahap sebagai respons terhadap inflasi dan stabilitas nilai tukar, sehingga meningkatkan biaya pinjaman bagi dunia usaha (Bank Indonesia, 2023). Reuters (2024) melaporkan bahwa perusahaan-perusahaan global mulai menghadapi peningkatan biaya pinjaman akibat proses *refinancing* utang pada tingkat bunga yang lebih tinggi. Kondisi tersebut menyebabkan investor semakin memperhatikan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban bunga karena dapat memengaruhi profitabilitas dan prospek perusahaan di masa depan. Sejalan dengan itu, IMF (2023) menyatakan

bahwa tingginya biaya pinjaman meningkatkan risiko gagal bayar perusahaan, khususnya bagi perusahaan yang memiliki beban utang yang besar.

Laporan OECD (2024) juga menunjukkan bahwa perusahaan dengan *Interest Coverage Ratio* yang rendah memiliki risiko keuangan yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan dengan kemampuan pembayaran bunga yang lebih baik. Dalam kondisi ketidakpastian ekonomi dan tingginya biaya pendanaan, investor cenderung memberikan penilaian yang lebih positif kepada perusahaan yang memiliki kemampuan kuat dalam memenuhi kewajiban utangnya. Oleh karena itu, *Interest Coverage Ratio* menjadi salah satu indikator penting yang dapat memengaruhi persepsi investor dan pada akhirnya berdampak terhadap *return* saham perusahaan.

Secara empiris, Rehman et al. (2021) yang meneliti perusahaan tekstil non-keuangan di Pakistan *Stock Exchange* periode 2013–2018 serta Pratiwi dan Kustinah (2023) pada 56 perusahaan sektor properti di BEI periode 2017–2021 menunjukkan ICR terbukti memiliki hubungan positif dan signifikan terhadap *stock return*, memberikan kepastian kepada pasar bahwa perusahaan tetap kokoh meskipun terjadi fluktuasi laba. Hartono dan Sulistyowati (2022) menunjukkan bahwa perusahaan dengan risiko keuangan yang lebih rendah, tercermin dari kemampuan membayar kewajiban bunga, cenderung memiliki kinerja saham yang lebih stabil. Temuan ini memperkuat pandangan bahwa ICR memberikan sinyal yang lebih langsung mengenai risiko kebangkrutan dibandingkan rasio *leverage* konvensional. Dengan demikian, ICR menjadi variabel penting yang relevan digunakan dalam menjelaskan *return* saham, khususnya pada sektor energi yang memiliki kebutuhan modal besar dan ketergantungan terhadap pembiayaan eksternal.

Kepemilikan asing (*foreign ownership*) terus menjadi isu penting dalam pasar modal Indonesia. Dalam beberapa tahun terakhir, kepemilikan asing menunjukkan tren penurunan yang cukup signifikan. Data menunjukkan bahwa porsi kepemilikan investor asing terhadap kapitalisasi pasar saham Indonesia hanya berada di kisaran 46,1%, dengan kontribusi terhadap nilai transaksi sekitar 36%–37%, yang mencerminkan adanya penurunan dibandingkan periode sebelumnya ketika

investor asing lebih dominan. Kondisi ini mengindikasikan terjadinya pergeseran struktur kepemilikan saham dari investor asing ke investor domestik, serta menunjukkan bahwa kepemilikan asing bersifat dinamis dan dipengaruhi oleh perubahan preferensi investor global (Kontan, 2025).

Penurunan kepemilikan asing tersebut juga diperkuat oleh menurunnya minat investor global terhadap pasar Indonesia. Data menunjukkan bahwa jumlah dana investasi internasional yang memiliki eksposur terhadap Indonesia mengalami penurunan sebesar 7,6%, serta penurunan lebih dari 17% pada *fund* yang *overweight* terhadap Indonesia. Kondisi ini mencerminkan berkurangnya kepercayaan investor asing terhadap pasar domestik, yang secara langsung berimplikasi pada perubahan struktur kepemilikan saham pada tingkat perusahaan (Reuters, 2026). Selain itu, perubahan kebijakan pasar modal seperti peningkatan kewajiban *free float* minimum dari 7,5% menjadi 15%, yang berdampak pada ratusan perusahaan, turut memengaruhi distribusi kepemilikan saham di pasar, termasuk kepemilikan asing. Kebijakan ini berpotensi meningkatkan jumlah saham yang beredar di publik serta mengubah komposisi kepemilikan saham, baik meningkatkan partisipasi investor publik maupun menggeser konsentrasi kepemilikan pada perusahaan (Reuters, 2026).

Di sisi lain, fenomena yang menarik menunjukkan bahwa meskipun realisasi investasi asing langsung di Indonesia tetap tinggi, yaitu mencapai sekitar Rp900,9 triliun atau sekitar 46,4% dari total investasi nasional pada tahun 2025, kondisi tersebut tidak selalu diikuti oleh peningkatan kepemilikan asing di pasar saham. Hal ini menunjukkan adanya perbedaan antara investasi asing secara makro dengan kepemilikan saham pada tingkat perusahaan, sehingga mengindikasikan bahwa keputusan investor asing dalam pasar modal memiliki karakteristik yang berbeda dibandingkan investasi langsung (Kementerian Investasi, 2025). Lebih lanjut, meskipun kepemilikan asing dalam suatu perusahaan dapat mencapai proporsi yang besar, tidak selalu berarti investor asing memiliki kendali dominan dalam pengambilan keputusan perusahaan. Hal ini disebabkan oleh keberadaan pemegang saham pengendali domestik yang tetap memiliki kekuatan dalam menentukan arah kebijakan perusahaan.

Dengan demikian, kepemilikan asing tidak hanya mencerminkan struktur pemilikan, tetapi juga memiliki karakteristik yang kompleks dalam memengaruhi dinamika pasar, termasuk volatilitas dan *return* saham. Yi dan Kim (2025) yang menggunakan data perusahaan di pasar modal Korea 2001–2014 menemukan bahwa *foreign ownership* berpengaruh positif terhadap kemampuan prediksi *return* saham, karena investor asing cenderung melakukan penyesuaian portofolio secara agresif ketika terjadi perubahan sentimen global. Sementara itu, Naufa et al., (2019) pada perusahaan di enam negara ASEAN periode 2007–2017 menyimpulkan bahwa kepemilikan asing memengaruhi volatilitas *return*, volume perdagangan, dan risiko saham secara signifikan, terutama pada pasar berkembang dengan ketergantungan tinggi terhadap arus modal internasional. To et al. (2019) yang meneliti perusahaan di Vietnam periode 2008–2017 serta Wijaya et al. (2025) pada 33 perusahaan sektor pertambangan di Bursa Efek Indonesia periode 2019–2023 menemukan bahwa *foreign ownership* berpengaruh negatif terhadap volatilitas *return* saham. Hal ini menyebabkan saham dengan porsi kepemilikan asing tinggi menjadi lebih sensitif terhadap dinamika pasar dibandingkan saham domestik murni. Temuan ini memperkuat alasan bahwa kepemilikan asing merupakan variabel penting yang perlu diuji dalam hubungannya dengan *return* saham.

Namun, sejumlah studi di Indonesia menunjukkan bahwa profitabilitas dan rasio keuangan tidak selalu berpengaruh signifikan terhadap *return* saham, serta kebijakan dividen sering kali gagal memoderasi hubungan antara kinerja keuangan dan *return* saham (Hawari & Putri, 2020; Apriyani et al., 2021). Secara teori, perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi dan kemampuan membayar bunga yang kuat seharusnya menarik minat investor. Arsalan dan Nursiam (2024) pada perusahaan sektor *consumer goods* periode 2020–2022 menunjukkan bahwa profitabilitas tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *return* saham, investor mungkin mengabaikan indikator laba jika kondisi pasar secara keseluruhan sedang melemah. Penelitian serupa dilakukan oleh Putri dan Hastuti (2021) pada 52 perusahaan manufaktur periode 2017–2019 dan Erawati et al. (2023) pada 12 perusahaan *food and beverages* periode 2018–2019 menemukan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap *return* saham. Krismandari & Amanah,

(2020) yang meneliti 21 perusahaan di Bursa Efek Indonesia selama periode 2016–2019 menemukan bahwa indikator ICR seringkali tidak menunjukkan hubungan yang signifikan terhadap *return* saham. Allozi dan Obeidat (2016) sependapat dalam hasil penelitiannya bahwa ICR tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Masruhin et al. (2023) pada 10 perusahaan indeks BUMN20 periode 2019–2021 menemukan bahwa *foreign ownership* tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham BUMN, yang mengindikasikan bahwa dominasi kepemilikan negara dan karakteristik sektor tertentu dapat melemahkan peran investor asing.

Realita pasar menunjukkan bahwa kedua indikator tersebut tidak lagi cukup untuk menjelaskan *return* saham pada kondisi ketika sentimen asing mendominasi. Dalam situasi tertentu, perusahaan yang memiliki laba tinggi dan kemampuan membayar bunga yang baik belum tentu memperoleh respons positif dari investor apabila pasar sedang berada dalam tekanan eksternal (Nguyen et al., 2025). Hal ini menunjukkan bahwa pasar modal tidak hanya merespons kinerja keuangan, tetapi juga mempertimbangkan sinyal tambahan yang mampu meningkatkan keyakinan investor terhadap prospek perusahaan (Spence, 1973). Oleh karena itu, dibutuhkan variabel lain yang dapat memperkuat hubungan antara fundamental perusahaan dengan *return* saham salah satunya adalah kebijakan dividen (Setyabudi, 2022). Selain *signaling theory*, penelitian ini juga didukung oleh *agency theory* yang menjelaskan hubungan antara manajemen perusahaan sebagai agen dan pemegang saham sebagai principal. Dalam perspektif ini, dividen dipandang sebagai alat untuk mengurangi konflik antara manajer (agen) dan pemegang saham (principal) (Saputra, 2023). Dengan membayar dividen yang lebih tinggi, manajemen dipaksa melepaskan kendali atas arus kas bebas (*free cash flow*), sehingga membatasi peluang mereka untuk melakukan pemborosan atau investasi pada proyek yang tidak efisien (Chau, 2023; Miller & Modigliani, 1961).

Kebijakan dividen memainkan peran strategis sebagai sinyal stabilitas perusahaan. Perusahaan yang *profitable* dan konsisten membagikan dividen cenderung lebih dipercaya investor, sehingga pasar akan memberikan respons yang lebih positif (Andriani & Hastuti, 2023). Oleh karena itu, kebijakan dividen diperkirakan mampu memperkuat pengaruh profitabilitas terhadap *return* saham.

Penelitian Setyabudi (2022) dan Apriyani et al. (2021) mendukung peran moderasi kebijakan dividen tersebut. Namun demikian, beberapa penelitian menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak selalu mampu memperkuat pengaruh profitabilitas terhadap *return* saham, terutama ketika investor lebih mengutamakan peluang pertumbuhan perusahaan dibandingkan pembagian laba tunai (Putri & Hastuti, 2021). Fatahillah et al. (2022) dan Erawati et al. (2023) menemukan bahwa kebijakan dividen tidak mampu memoderasi hubungan antara *Return on Asset* (ROA) terhadap *return* saham. Krismandari & Amanah (2021) serta Arsalan & Nursiam (2024) menyatakan hal serupa, di mana informasi pembayaran dividen tidak memengaruhi peningkatan *return* meskipun profitabilitas tinggi.

Selain itu, informasi mengenai kemampuan membayar bunga akan menjadi lebih kuat apabila diikuti oleh kebijakan dividen yang stabil (Apriyani et al., 2021). Investor cenderung menilai bahwa perusahaan yang mampu memenuhi kewajiban kreditur sekaligus membagikan dividen memiliki kondisi keuangan yang sehat dan tata kelola yang baik (Brigham & Houston, 2019). Dengan demikian, kebijakan dividen diperkirakan mampu memperkuat pengaruh ICR terhadap *return* saham, karena pasar merespons positif kombinasi antara kemampuan membayar kewajiban dan komitmen memberikan imbal hasil kepada pemegang saham (Apriyani et al., 2021; Rehman et al., 2021). Penelitian Apriyani et al. (2021) yang meneliti perusahaan LQ45 periode 2013–2020 menunjukkan bahwa kebijakan dividen dapat memoderasi hubungan kondisi keuangan perusahaan dengan *return* saham. Namun, Putri & Hastuti (2023) pada perusahaan manufaktur di BEI periode 2017–2019 serta Hawari & Putri (2020) pada perusahaan manufaktur ISSI periode 2016–2018 menemukan hasil bahwa kebijakan dividen tidak mampu memoderasi pengaruh solvabilitas terhadap *return* saham. Di sisi lain, perusahaan yang memiliki kebijakan dividen stabil cenderung dipersepsikan lebih aman dan menarik bagi investor khususnya investor asing (Butt & Chamberlain, 2023). Penelitian Nguyen et al. (2025) meneliti 484 perusahaan yang terdaftar di Vietnam selama periode 2014–2023 menunjukkan bahwa investor asing cenderung mendorong perusahaan untuk membagikan dividen sebagai mekanisme pengurangan risiko dan peningkatan transparansi. Oleh karena itu, kebijakan dividen diperkirakan mampu

memperkuat pengaruh kepemilikan asing terhadap *return* saham (Nguyen et al., 2025). Penelitian Butt dan Chamberlain (2023) yang meneliti perusahaan di Uni Emirat Arab periode 2005-2019 serta Nguyen et al. (2025) menunjukkan bahwa kebijakan dividen berinteraksi dengan struktur kepemilikan dalam memengaruhi kinerja saham.

Melihat keseluruhan kondisi tersebut, menjadi jelas bahwa *return* saham di Indonesia khususnya sektor energi dipengaruhi oleh kombinasi antara faktor fundamental (profitabilitas dan ICR), faktor eksternal (kepemilikan asing), serta sinyal pasar (kebijakan dividen). Namun penelitian terdahulu belum banyak menguji ketiga faktor tersebut secara bersamaan dalam satu model penelitian, terutama dengan menggali peran kebijakan dividen sebagai variabel moderasi. Selain itu, sebagian besar penelitian terdahulu dilakukan pada sektor manufaktur, properti, *consumer goods*, maupun perusahaan yang tergabung dalam indeks tertentu, sehingga belum banyak yang secara khusus mengkaji perusahaan sektor energi yang memiliki karakteristik berbeda karena sangat dipengaruhi oleh fluktuasi harga komoditas, perubahan kebijakan energi, dan dinamika pasar global.

Oleh karena itu, penelitian ini dilakukan untuk mengisi kesenjangan penelitian (*research gap*) tersebut dengan menguji pengaruh profitabilitas, *Interest Coverage Ratio*, dan kepemilikan asing terhadap *return* saham dengan kebijakan dividen sebagai variabel moderasi pada perusahaan sektor energi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2020–2024. Penelitian ini diharapkan dapat memberikan pemahaman yang lebih dalam mengenai bagaimana fundamental perusahaan berinteraksi dengan arus modal asing dan kebijakan dividen dalam membentuk *return* saham pada sektor energi yang sangat sensitif terhadap dinamika global.

1.2. Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian diatas, rumusan masalah dalam penelitian ini adalah untuk menganalisis pengaruh profitabilitas, *interest coverage ratio* dan kepemilikan asing dalam mempengaruhi *return* saham, dengan mempertimbangkan peran kebijakan dividen sebagai variabel moderasi pada perusahaan sektor energi yang terdaftar di BEI untuk periode 2020–2024.

1.3. Pertanyaan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah yang telah disampaikan peneliti mengajukan beberapa pertanyaan penelitian untuk tercapainya penelitian adalah sebagai berikut:

1. Apakah profitabilitas berpengaruh terhadap *return* saham pada perusahaan sektor energi yang terdaftar di BEI untuk periode 2020–2024?
2. Apakah *interest coverage ratio* berpengaruh terhadap *return* saham pada perusahaan sektor energi yang terdaftar di BEI untuk periode 2020–2024?
3. Apakah kepemilikan asing berpengaruh terhadap *return* saham pada perusahaan sektor energi yang terdaftar di BEI untuk periode 2020–2024?
4. Apakah kebijakan dividen berpengaruh terhadap *return* saham pada perusahaan sektor energi yang terdaftar di BEI untuk periode 2020–2024.
5. Apakah kebijakan dividen mampu memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap *return* saham pada perusahaan sektor energi yang terdaftar di BEI untuk periode 2020–2024?
6. Apakah kebijakan dividen mampu memoderasi pengaruh *interest coverage ratio* terhadap *return* saham pada perusahaan sektor energi yang terdaftar di BEI untuk periode 2020–2024?
7. Apakah kebijakan dividen mampu memoderasi pengaruh kepemilikan asing terhadap *return* saham pada perusahaan sektor energi yang terdaftar di BEI untuk periode 2020–2024?

1.4. Tujuan Penelitian

Sesuai dengan latar belakang dan rumusan masalah diatas, maka dapat ditetapkan tujuan dari penelitian ini adalah untuk:

1. Mengidentifikasi pengaruh tingkat profitabilitas terhadap *return* saham pada perusahaan sektor energi yang terdaftar di BEI untuk periode 2020–2024, guna mengetahui sejauh mana kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba mampu meningkatkan kepercayaan investor dan memengaruhi tingkat pengembalian saham.
2. Mengidentifikasi pengaruh *interest coverage ratio* terhadap *return* saham pada perusahaan sektor energi yang terdaftar di BEI untuk periode 2020–2024, untuk

menguji bagaimana kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban pembayaran bunga utang berpengaruh terhadap persepsi risiko dan potensi imbal hasil yang diharapkan investor.

3. Mengidentifikasi pengaruh kepemilikan asing perusahaan terhadap *return* saham pada perusahaan sektor energi yang terdaftar di BEI untuk periode 2020–2024, dengan tujuan menilai sejauh mana struktur kepemilikan saham oleh investor asing memberikan sinyal positif atau negatif bagi pasar, terutama terkait arus modal global, stabilitas kepemilikan, serta sensitivitas saham terhadap gejolak eksternal.
4. Mengidentifikasi pengaruh kebijakan dividen terhadap *return* saham pada perusahaan sektor energi yang terdaftar di BEI untuk periode 2020–2024, guna mengetahui sejauh mana kebijakan pembagian dividen mampu memengaruhi keputusan investasi, meningkatkan kepercayaan investor, dan berdampak pada tingkat pengembalian saham.
5. Mengidentifikasi kemampuan kebijakan dividen dalam memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap *return* saham pada perusahaan sektor energi yang terdaftar di BEI untuk periode 2020–2024, guna mengetahui apakah kebijakan dividen memperkuat atau memperlemah hubungan antara kemampuan perusahaan menghasilkan laba dengan reaksi pasar melalui *return* saham.
6. Mengidentifikasi kemampuan kebijakan dividen dalam memoderasi pengaruh *interest coverage ratio* terhadap *return* saham pada perusahaan sektor energi yang terdaftar di BEI untuk periode 2020–2024, guna memahami apakah stabilitas kemampuan perusahaan dalam membayar bunga utang akan lebih berdampak terhadap *return* ketika disertai kebijakan dividen yang konsisten.
7. Mengidentifikasi kemampuan kebijakan dividen dalam memoderasi pengaruh kepemilikan asing terhadap *return* saham pada perusahaan sektor energi yang terdaftar di BEI untuk periode 2020–2024, guna menilai apakah mekanisme distribusi dividen dapat memengaruhi keputusan investor asing dalam mempertahankan atau menarik investasi yang berdampak pada *return* saham.

1.5. Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat baik secara teoritis maupun praktis, serta memberikan kontribusi empiris terhadap pengembangan ilmu pengetahuan dan praktik di bidang keuangan dan pasar modal.

Adapun manfaat penelitian ini dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. Manfaat Teoritis

- a. Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi terhadap pengembangan *signaling theory* yang dikemukakan oleh Spence (1973) dengan menguji bagaimana variabel profitabilitas (ROA), *interest coverage ratio* (ICR), dan kepemilikan asing berfungsi sebagai sinyal yang direspons investor melalui *return* saham. Selain itu, penelitian ini secara khusus menganalisis peran kebijakan dividen (*Dividend Payout Ratio*/DPR) sebagai variabel yang dapat memperlemah sinyal profitabilitas (ROA), *interest coverage ratio* (ICR) dan kepemilikan asing dalam mempengaruhi *return* saham, sehingga memperluas pemahaman mengenai mekanisme transmisi sinyal dalam pasar modal.
- b. Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi dalam menjelaskan bagaimana teori keagenan diaplikasikan untuk memahami hubungan antara kepemilikan asing, kebijakan dividen dan *return* saham. Penelitian ini mendukung argumen bahwa mekanisme pemantauan (seperti investor asing) dan kebijakan dividen yang disiplin dapat mengurangi konflik keagenan, menurunkan volatilitas dan memengaruhi pengembalian bagi investor.
- c. Penelitian ini memperkaya literatur terkait penggunaan *Interest Coverage Ratio* sebagai indikator solvabilitas yang dapat berfungsi sebagai alternatif atau pelengkap variabel *leverage* tradisional yang telah banyak digunakan dalam penelitian sebelumnya.
- d. Penelitian ini juga memperkaya kajian terkait struktur kepemilikan asing dengan menempatkannya sebagai variabel sinyal dalam kerangka *signaling theory*, sehingga memberikan perspektif baru mengenai bagaimana kepemilikan asing dapat menyebabkan perubahan harga saham, sehingga

berdampak langsung pada *return* saham, khususnya pada perusahaan sektor energi di Indonesia.

2. Manfaat Praktis

Hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi referensi strategis bagi para pelaku pasar modal, investor, dan manajemen perusahaan dalam memahami bagaimana faktor-faktor fundamental keuangan berinteraksi dengan kebijakan dividen untuk memengaruhi nilai dan *return* saham.

- a. Bagi investor dan analis keuangan, hasil penelitian ini memberikan panduan yang lebih spesifik dalam mengevaluasi keputusan investasi, yaitu dengan membantu menilai apakah kebijakan dividen (DPR) mampu memperkuat sinyal yang berasal dari profitabilitas (ROA), kemampuan pembayaran bunga (ICR), dan kepemilikan asing dalam mempengaruhi *return* saham, sehingga investor dapat mengambil keputusan yang lebih berbasis sinyal fundamental.
- b. Bagi regulator dan otoritas pasar modal seperti Otoritas Jasa Keuangan (OJK) maupun Bursa Efek Indonesia (BEI), penelitian ini memberikan bukti empiris mengenai apakah struktur kepemilikan asing memiliki keterkaitan dengan stabilitas *return* saham pada sektor energi, sehingga dapat menjadi dasar dalam merumuskan kebijakan yang mendukung stabilitas pasar dan pengelolaan arus modal asing.
- c. Bagi akademisi dan peneliti selanjutnya, penelitian ini memperluas ruang lingkup pengujian *signaling theory* dengan memasukkan variabel kepemilikan asing dan *interest coverage ratio*, sehingga dapat menjadi dasar pengembangan penelitian lanjutan dengan model, sektor, maupun periode yang lebih luas.