

Pengaruh Nilai Tambah Pasar, Kapitalisasi Pasar, dan Kepemilikan Asing terhadap Return Saham Perusahaan Sektor Energi pada Perusahaan Sektor Energi di Bursa Efek Indonesia

Rani Carolin Harianja¹, Winanda Wahana Warga Dalam²

ranicrlyn@gmail.com¹, winanda@polibatam.ac.id²

Program Studi Akuntansi Manajerial¹, Program Studi Akuntansi Manajerial²

Politeknik Negeri Batam

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh Nilai Tambah Pasar (*Market Value Added*/MVA), Kapitalisasi Pasar, dan Kepemilikan Asing terhadap *Return Saham* pada perusahaan sektor energi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2020–2024. Penelitian menggunakan pendekatan kuantitatif kausalitas dengan data panel pada 20 perusahaan sampel (100 observasi), dianalisis dengan regresi data panel *Fixed Effect Model* (FEM) berbantuan EViews 14. Untuk mengatasi disparitas skala ekstrem dan sebaran tidak simetris pada variabel MVA, dilakukan transformasi *inverse hyperbolic sine* (*arcsinh*) untuk mengatasi heteroskedastisitas dan autokorelasi yang terdeteksi pada model awal, estimasi akhir menggunakan *White cross-section standard errors & covariance*. Hasil estimasi model akhir menunjukkan bahwa Nilai Tambah Pasar berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Return Saham* ($\beta = 0,0279$, $p = 0,0185$), sehingga H1 diterima. Sebaliknya, Kapitalisasi Pasar ($\beta = 0,7778$, $p = 0,0627$) dan Kepemilikan Asing ($\beta = 0,7210$, $p = 0,3059$) tidak terbukti berpengaruh signifikan setelah koreksi metodologis, sehingga H2 dan H3 ditolak. Model mampu menjelaskan 26,37% variasi *Return Saham* (*Adjusted R*² = 0,2637). Temuan ini mengindikasikan bahwa penciptaan nilai pasar (MVA) merupakan faktor fundamental yang secara konsisten memengaruhi *Return Saham* sektor energi BEI setelah koreksi bias skala dan efisiensi standard error, sementara ukuran perusahaan dan struktur kepemilikan asing belum terbukti berpengaruh signifikan pada periode pengamatan ini.

Kata Kunci: *Return Saham, Nilai Tambah Pasar, Kapitalisasi Pasar, Kepemilikan Asing, Robust Standard Error.*

ABSTRACT

This study analyzes the effect of Market Value Added (MVA), Market Capitalization, and Foreign Ownership on Stock Return of energy sector companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) during 2020–2024, using panel data regression (Fixed Effect Model) on 20 sampled firms (100 observations) via EViews 14. To address the extreme scale disparity and skewed distribution of MVA, an inverse hyperbolic sine (arcsinh) transformation was applied, to address the heteroskedasticity and autocorrelation detected in the initial model, the final estimation employs White cross-section standard

errors & covariance. The corrected final model shows that Market Value Added has a positive and significant effect on Stock Return ($\beta = 0.0279$, $p = 0.0185$), so H1 is accepted. In contrast, Market Capitalization ($\beta = 0.7778$, $p = 0.0627$) and Foreign Ownership ($\beta = 0.7210$, $p = 0.3059$) show no significant effect after methodological correction, so H2 and H3 are rejected. The model explains 26.37% of the variation in Stock Return (Adjusted $R^2 = 0.2637$). These findings indicate that market value creation (MVA) is a fundamental factor that consistently affects energy sector stock returns on the IDX once scale bias and standard-error efficiency are corrected, while firm size and foreign ownership structure remain statistically inconclusive during the observation period

Keywords: Stock Return, Market Value Added, Market Capitalization, Foreign Ownership, Robust Standard Error

1. Pendahuluan

Pasar modal merupakan salah satu instrumen penting dalam sistem keuangan suatu negara karena berperan sebagai wadah pertemuan antara pihak yang membutuhkan dana (emiten) dan pihak yang memiliki kelebihan dana (investor). Di Indonesia, Bursa Efek Indonesia (BEI) menjadi pusat aktivitas perdagangan efek yang mencakup berbagai sektor industri, salah satunya sektor energi. Sektor energi memegang posisi strategis dalam perekonomian nasional karena menjadi tulang punggung bagi hampir seluruh aktivitas industri dan kehidupan masyarakat, mulai dari minyak dan gas bumi, batu bara, hingga energi terbarukan.

Dalam konteks investasi, *Return Saham* merupakan tingkat keuntungan atau kerugian yang diperoleh investor dari kepemilikan saham dalam suatu periode tertentu (Hartono, 2017). Faktor-faktor yang memengaruhi *Return Saham* perusahaan sektor energi telah banyak diteliti, di antaranya oleh Rheyaldi et al., (2023) yang menemukan bahwa harga minyak dan profitabilitas berpengaruh positif signifikan, sedangkan nilai tukar dan suku bunga berpengaruh negatif signifikan terhadap *Return Saham* perusahaan sektor energi BEI periode 2018–2022.

Kinerja *Return Saham* perusahaan sektor energi di BEI menunjukkan dinamika yang signifikan selama periode 2020–2024. Pada tahun 2020, sektor energi mengalami tekanan akibat pandemi COVID-19 yang menyebabkan penurunan permintaan energi global dan merosotnya harga komoditas. Seiring pemulihan ekonomi global pada 2021–2022, sektor energi mencatat kenaikan kinerja yang signifikan, terutama didorong oleh lonjakan harga minyak mentah dan batu bara (Purwani & Santoso, 2023), sebelum akhirnya terkoreksi pada 2023–2024. Fluktuasi ini menciptakan heterogenitas *Return Saham* yang tinggi antar perusahaan, sehingga memunculkan

pertanyaan ilmiah mengenai faktor fundamental apa yang secara konsisten memengaruhi *Return Saham* di sektor energi Indonesia.

Salah satu faktor fundamental yang diyakini berpengaruh adalah Nilai Tambah Pasar (*Market Value Added/MVA*), yaitu selisih antara nilai pasar perusahaan dengan modal yang diinvestasikan, yang mencerminkan seberapa besar nilai yang diciptakan perusahaan bagi pemegang sahamnya (Stewart, 1991). Penelitian Stevanus Bakari & Miriatin Amali (2024) menemukan bahwa MVA berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Return Saham* perusahaan sektor energi di BEI, dan temuan serupa juga dihasilkan oleh Sugiantara et al. (2023). Namun demikian, cakupan periode penelitian tersebut belum mencakup dinamika pasca-pandemi secara penuh (2020–2024), sehingga diperlukan pembaruan temuan empiris untuk kondisi terkini.

Faktor fundamental kedua adalah Kapitalisasi Pasar (*Market Capitalization*), yaitu perkalian harga saham dengan jumlah saham beredar (Brealey et al., 2020), yang menggambarkan persepsi pasar terhadap skala dan kredibilitas perusahaan. Perusahaan dengan kapitalisasi besar umumnya dipersepsikan lebih stabil, memiliki likuiditas lebih tinggi, dan lebih mudah diakses oleh investor institusional, sehingga cenderung menghasilkan *Return Saham* yang lebih stabil.

Faktor ketiga adalah Kepemilikan Asing (*Foreign Ownership*), yaitu proporsi saham perusahaan yang dimiliki oleh investor asing (Hasanah et al., 2023). Dalam kerangka Teori Keagenan, kehadiran investor asing sering diasumsikan dapat mengurangi konflik keagenan klasik antara pemegang saham dan manajer (*agency problem Type I*) melalui peningkatan pengawasan dan tata kelola perusahaan yang lebih baik (Kristian et al. (2023), Hasanah et al. (2023). Naufa et al. (2021) menemukan bahwa Kepemilikan Asing berpengaruh positif terhadap kinerja saham di negara-negara ASEAN, sedangkan Rheynaldi et al. (2023) membuktikan bahwa faktor fundamental perusahaan sektor energi BEI berpengaruh signifikan terhadap *Return Saham*. Namun, Sugiantara et al. (2023) menemukan hasil yang bertentangan, yaitu Kepemilikan Asing tidak berpengaruh signifikan terhadap *Return Saham* perusahaan sektor energi di BEI.

Berdasarkan uraian tersebut, terdapat tiga celah penelitian (*research gap*) yang melandasi penelitian ini. Pertama, gap empiris berupa inkonsistensi hasil penelitian terdahulu mengenai pengaruh Kepemilikan Asing terhadap *Return Saham*. Kedua, gap kontekstual berupa belum adanya penelitian yang mengkaji ketiga variabel tersebut secara bersamaan pada sektor energi BEI dengan periode pengamatan 2020–2024 yang mencakup siklus pandemi dan pemulihan ekonomi secara penuh. Ketiga, gap metodologis, di mana Sugiantara et al. (2023) hanya menggunakan

periode 2018–2022 dengan 26 perusahaan sampel (130 observasi), sedangkan Rheynaldi et al. (2023) tidak mengkaji variabel MVA dan Kepemilikan Asing secara spesifik.

Berdasarkan latar belakang tersebut, rumusan masalah dalam penelitian ini adalah apakah Nilai Tambah Pasar, Kapitalisasi Pasar, dan Kepemilikan Asing berpengaruh positif terhadap *Return Saham* pada perusahaan sektor energi yang terdaftar di BEI periode 2020–2024. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh ketiga variabel tersebut terhadap *Return Saham*, dengan menggunakan pendekatan regresi data panel pada 20 perusahaan sampel dan 100 observasi. Penelitian ini diharapkan memberikan kontribusi ilmiah terhadap literatur pasar modal Indonesia, sekaligus menjadi referensi praktis bagi investor dalam mengevaluasi kinerja saham sektor energi dan bagi regulator dalam merancang kebijakan yang mendukung stabilitas pasar modal.

2. Kajian Literatur

2.1 *Agency Theory (Teori Keagenan)*

Agency Theory pertama kali dikemukakan oleh Jensen & Meckling (1976) dalam artikel seminalnya “*Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*”. Teori ini menjelaskan hubungan kontraktual antara prinsipal (pemegang saham) dan agen (manajer), di mana prinsipal mendelegasikan wewenang pengambilan keputusan kepada agen untuk bertindak atas nama kepentingan prinsipal. Permasalahan mendasar dalam hubungan ini adalah asimetri informasi, yang membuka peluang bagi agen untuk bertindak tidak selaras dengan kepentingan prinsipal (*agency problem*), sehingga memunculkan biaya keagenan (*agency costs*) berupa *monitoring costs*, *bonding costs*, dan *residual loss*. Konflik keagenan jenis ini, antara pemegang saham dan manajer, umum disebut sebagai *agency problem Type I*.

Pada pasar modal dengan struktur kepemilikan tersebar (*dispersed ownership*) seperti Amerika Serikat dan Inggris, *Type I* memang menjadi konflik keagenan yang dominan, dan kehadiran investor institusional atau asing sebagai pengawas eksternal (*external monitoring*) terbukti efektif menekan perilaku oportunistik manajer. Namun, La Porta et al. (2000) dan literatur tata kelola perusahaan di negara berkembang menunjukkan bahwa pada pasar modal dengan struktur kepemilikan terkonsentrasi konflik keagenan yang lebih relevan adalah antara pemegang saham pengendali (*controlling shareholders*) dan pemegang saham non-pengendali (*minority shareholders*), yang disebut *agency problem Type II*. Faisal et al. (2020), dalam studi terhadap 580 perusahaan non-keuangan di Indonesia periode 2009–2018, membuktikan secara empiris bahwa

agency problem Type II memang dominan di pasar modal Indonesia, dan bahwa efektivitas mekanisme pengawasan termasuk oleh investor asing sangat bergantung pada interaksinya dengan struktur kepemilikan pengendali, bukan berlaku secara otomatis seperti pada konteks *Type I*.

Implikasi dari perbedaan struktural ini penting bagi penelitian ini: pada emiten sektor energi BEI yang umumnya memiliki pemegang saham pengendali domestik (baik BUMN maupun kelompok usaha keluarga), investor asing yang memegang saham secara minoritas menghadapi keterbatasan struktural dalam menjalankan fungsi *monitoring* umumnya tidak memiliki kursi di dewan komisaris/direksi, tidak memiliki hak veto atas keputusan strategis, dan keberadaannya lebih banyak bersifat portofolio *investment* ketimbang *strategic monitoring*. Kondisi inilah yang menjadi dasar argumentasi penelitian ini bahwa fungsi pengawasan investor asing sesuai prediksi *Agency Theory* klasik tidak serta-merta berjalan efektif pada konteks emiten sektor energi Indonesia.

Relevansi *Agency Theory* dalam penelitian ini terletak pada tiga mekanisme. Pertama, Kepemilikan Asing idealnya berfungsi sebagai mekanisme pengawasan eksternal yang dapat menekan perilaku oportunistik manajer (Naufa et al., 2021), namun efektivitasnya terkondisikan oleh struktur kepemilikan pengendali sebagaimana dijelaskan di atas. Kedua, MVA yang tinggi merupakan sinyal keberhasilan manajer menciptakan nilai melebihi modal yang diinvestasikan prinsipal (Stewart, 1991). sehingga MVA dapat dipandang sebagai indikator hasil (*outcome*) dari efektivitas tata kelola, terlepas dari mekanisme pengawasan mana yang menghasilkannya. Ketiga, perusahaan dengan total aset besar dan likuiditas saham tinggi cenderung lebih diminati investor asing karena dianggap sebagai pilihan investasi yang lebih aman dan produktif (Nguyen et al., 2024).

2.2 Return Saham

Return Saham merupakan tingkat keuntungan atau kerugian yang diperoleh investor dari kepemilikan saham dalam periode tertentu (Hartono, 2017). *Return Saham* terdiri atas dua komponen, yaitu *capital gain/loss* dan *yield* (dividen). Dalam penelitian ini, *Return Saham* diukur berdasarkan *capital gain/loss*, dengan formula:

$$Return\ Saham = \frac{(p_t - p_{t-1})}{p_{t-1}} \quad (1)$$

di mana P_t adalah harga saham penutupan periode t , dan P_{t-1} adalah harga saham penutupan periode sebelumnya.

2.3 Nilai Tambah Pasar (*Market Value Added*)

MVA merupakan ukuran kinerja keuangan berbasis pasar yang diperkenalkan oleh Stewart (1991), didefinisikan sebagai selisih antara nilai pasar perusahaan dengan modal yang diinvestasikan (Ardana et al., 2023). MVA positif menunjukkan manajemen berhasil menciptakan nilai bagi pemegang saham, sedangkan MVA negatif mengindikasikan penghancuran nilai (*value destruction*)(Fapriansyah & Abidin, 2025). Formula operasional MVA dalam penelitian ini:

$$MVA = (Harga Saham \times Jumlah Saham Beredar) - Nilai Buku Ekuitas \quad (2)$$

2.4 Kapitalisasi Pasar (*Market Capitalization*)

Kapitalisasi Pasar merupakan ukuran nilai total pasar suatu perusahaan yang dihitung dari perkalian harga saham dengan jumlah saham beredar (Brealey et al., 2020), dan digunakan secara luas sebagai proksi ukuran perusahaan (*firm size*) berbasis pasar. Formula pengukuran:

$$Market Cap = Harga Saham \times Jumlah Saham Beredar \quad (3)$$

2.5 Kepemilikan Asing (*Foreign Ownership*)

Kepemilikan Asing adalah proporsi saham perusahaan yang dimiliki oleh investor asing, baik institusional maupun individu (Naufa et al. (2021), Siska et al. (2024), diukur dengan formula:

$$Foreign Ownership = \frac{Jumlah Saham Pihak Asing}{Total Saham Beredar} \times 100\% \quad (4)$$

2.6 Penelitian Terdahulu

Beberapa penelitian terdahulu menjadi landasan pengembangan hipotesis dalam penelitian ini. Sugiantara et al. (2023) meneliti pengaruh MVA, Kapitalisasi Pasar, dan Kepemilikan Asing terhadap *Return Saham* pada 17 perusahaan sektor energi BEI periode 2018–2022, dan menemukan bahwa MVA dan Kapitalisasi Pasar berpengaruh signifikan, sedangkan Kepemilikan Asing tidak signifikan. Stevanus Bakari & Miriatin Amali (2024) membuktikan bahwa MVA berpengaruh positif signifikan terhadap *Return Saham* sektor energi BEI. Hasil serupa juga ditemukan oleh Sasmiati & Eddy (2023) pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia. Nguyen et al. (2024) menemukan bahwa investasi asing abnormal memiliki daya prediksi positif terhadap kinerja perusahaan di pasar modal Vietnam hingga empat kuartal ke depan, dengan efek yang lebih kuat pada perusahaan bertotal aset besar dibandingkan perusahaan kecil.

Rheynaldi et al. (2023) membuktikan bahwa faktor fundamental perusahaan sektor energi BEI berpengaruh signifikan terhadap *Return Saham*. Naufa et al. (2021) menemukan bahwa

Kepemilikan Asing berpengaruh positif terhadap kinerja saham di negara-negara ASEAN. Moranty & Pulungan (2025) menemukan bahwa MVA tidak berpengaruh signifikan secara langsung terhadap *Return Saham*, namun menjadi signifikan melalui mediasi profitabilitas, yang mencerminkan sifat kontekstual dari hubungan MVA dengan *Return Saham*. Herusetya & Amaldi (2025) menemukan bahwa pergerakan harga saham sektor energi Indonesia periode 2020–2024 lebih kuat dipengaruhi kondisi makroekonomi eksternal dibandingkan rasio keuangan internal perusahaan, yang memperkuat perlunya pengujian faktor fundamental berbasis perusahaan seperti pada penelitian ini.

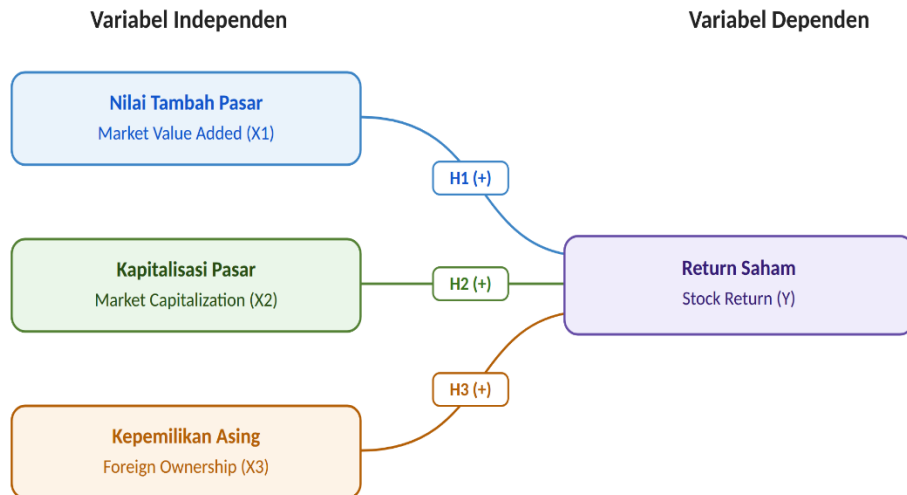
Terkait perilaku investor asing pada pasar dengan volatilitas komoditas tinggi, Krohn et al. (2024) dalam kajian *Bank for International Settlements* terhadap pasar keuangan Thailand menemukan bahwa perdagangan investor asing (*non-resident*) memperkuat pola momentum (*momentum-type trading*) dan bersifat *feedback trading*, investor asing cenderung membeli ketika harga naik dan menjual ketika harga turun yaitu pola yang tidak selalu berbasis fundamental jangka panjang emiten. Temuan ini relevan untuk menjelaskan mengapa hubungan antara indikator penciptaan nilai jangka panjang seperti MVA dengan *Return Saham* dapat kontekstual dan sensitif terhadap periode maupun perlakuan metodologis terhadap data, sebagaimana ditemukan juga oleh Faisal et al. (2020) terkait kompleksitas mekanisme pengawasan pada struktur kepemilikan terkonsentrasi di Indonesia.

2.7 Pengembangan Hipotesis

Berdasarkan *Agency Theory* dan bukti empiris di atas, hipotesis penelitian dirumuskan sebagai berikut:

- a) H1: Nilai Tambah Pasar berpengaruh positif terhadap *Return Saham* pada perusahaan sektor energi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2020–2024.
- b) H2: Kapitalisasi Pasar berpengaruh positif terhadap *Return Saham* pada perusahaan sektor energi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2020–2024.
- c) H3: Kepemilikan Asing berpengaruh positif terhadap *Return Saham* pada perusahaan sektor energi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2020–2024.

Kerangka pemikiran penelitian yang menggambarkan hubungan antar variabel disajikan pada Gambar 1.



Gambar 1. Kerangka Pemikiran Penelitian

Sumber: Data diolah peneliti (2026)

3. Metode Penelitian

3.1 Jenis Penelitian dan Sumber Data

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif dengan pendekatan kausalitas, yang bertujuan menguji dan menganalisis hubungan sebab-akibat antara variabel independen dan dependen secara statistik (Sugiyono, 2019). Penelitian menggunakan data sekunder berupa data panel yang menggabungkan data *cross-section* (perusahaan) dengan data *time series* (tahun 2020–2024), diperoleh dari Database OSIRIS (*Bureau van Dijk*) untuk data harga saham, kapitalisasi pasar, dan nilai buku ekuitas, serta Laporan Tahunan perusahaan melalui situs resmi Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id) untuk data Kepemilikan Asing.

3.2 Populasi dan Sampel

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan sektor energi (IDX-IC Sektor A) yang terdaftar di BEI, sebanyak 55 perusahaan. Sampel ditentukan melalui teknik *purposive sampling* (*judgment sampling*) dengan kriteria yang disajikan pada Tabel 1.

Tabel 1. Kriteria Penetapan Sampel Penelitian

No.	Kriteria	Jumlah Perusahaan	Kumulatif
1	Perusahaan sektor energi IDX-IC (Sektor A) yang telah terdaftar di BEI sebelum atau pada 31 Desember 2019	55	55
2	Dikurangi: perusahaan yang tidak mempublikasikan laporan tahunan secara lengkap dan konsisten selama 2020–2024	(-) 10	45
3	Dikurangi: perusahaan yang tidak mengungkapkan data Kepemilikan Asing secara eksplisit	(-) 8	37
4	Dikurangi: perusahaan yang sahamnya tidak aktif diperdagangkan atau masuk Papan Pemantauan Khusus	(-) 7	30
5	Dikurangi: perusahaan yang mengalami <i>delisting</i> , <i>merger</i> , akuisisi besar, atau restrukturisasi signifikan selama 2020–2024	(-) 10	20
	Jumlah Sampel Final	20 perusahaan	100 observasi

Sumber: Diolah peneliti (2026).

Berdasarkan proses seleksi pada Tabel 1, diperoleh 20 perusahaan sampel dengan total 100 observasi (20 perusahaan × 5 tahun pengamatan, 2020–2024).

3.3 Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Operasional variabel penelitian disajikan pada Tabel 2.

Tabel 2. Operasional Variabel

Variabel	Definisi Operasional	Formula Pengukuran	Skala
<i>Return Saham</i> (Y)	Perubahan harga saham periode berjalan secara relatif terhadap periode sebelumnya (<i>capital gain/loss</i>)	$RS = (P_t - P_{t-1}) / P_{t-1}$	Rasio
Nilai Tambah Pasar / MVA (X1)	Selisih antara nilai pasar ekuitas dengan nilai buku ekuitas perusahaan	$MVA = (\text{Harga Saham} \times \text{Jumlah Saham Beredar}) - \text{Nilai Buku Ekuitas}$	Rasio
Kapitalisasi Pasar (X2)	Nilai total pasar perusahaan, ditransformasi ke bentuk logaritma natural (Ln)	$\ln(KP) = \ln[\text{Harga Saham} \times \text{Jumlah Saham Beredar}]$	Rasio
Kepemilikan Asing (X3)	Persentase saham yang dimiliki investor asing terhadap total saham beredar	$KA = (\text{Jumlah Saham Asing} / \text{Total Saham Beredar}) \times 100\%$	Rasio

Sumber: Diolah peneliti (2026).

3.4 Teknik Pengumpulan Data

Teknik pengumpulan data menggunakan metode dokumentasi (*documentation method*), yaitu penelusuran dan pengunduhan dokumen resmi berupa laporan tahunan, laporan keuangan konsolidasian, dan data harga saham historis dari Database OSIRIS dan situs resmi BEI.

3.5 Teknik Analisis Data

Data dianalisis menggunakan regresi data panel dengan bantuan perangkat lunak EViews 14. Model regresi yang diestimasi adalah:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{MVA_Arcsinh}_{it} + \beta_2 \text{Ln_KP}_{it} + \beta_3 \text{KA}_{it} + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

di mana Y adalah *Return Saham*, MVA *Arcsinh* adalah Nilai Tambah Pasar yang telah ditransformasi *arcsinh*, Ln KP adalah logaritma natural Kapitalisasi Pasar, dan KA adalah Kepemilikan Asing. Model estimasi terbaik antara *Common Effect Model* (CEM), *Fixed Effect*

Model (FEM), dan *Random Effect Model* (REM) dipilih melalui *Chow Test* dan *Hausman Test* (Baltagi, 2013).

Selanjutnya dilakukan uji asumsi klasik meliputi uji multikolinearitas (*correlation matrix*), uji heteroskedastisitas (*Panel Heteroskedasticity Likelihood Ratio Test*), dan uji autokorelasi (*Durbin-Watson*). Berdasarkan hasil uji asumsi klasik pada model awal, penelitian ini menerapkan dua langkah koreksi metodologis. Pertama, variabel MVA yang secara deskriptif menunjukkan disparitas skala ekstrem antar perusahaan sampel (rentang -Rp38.086,64 miliar hingga Rp20.464,30 miliar) dan mengandung nilai negatif yang cukup banyak akibat periode koreksi pasar pasca-*boom* komoditas 2023–2024, ditransformasi menggunakan fungsi *inverse hyperbolic sine* (*arcsinh*): $MVA_Arcsinh = \ln(MVA + \sqrt{MVA^2 + 1})$. Transformasi ini dipilih karena *arcsinh* terdefinisi untuk nilai negatif maupun nol, sehingga seluruh 100 observasi tetap dapat diikutsertakan tanpa kehilangan data, sekaligus mereduksi *skewness* distribusi variabel (Ardana et al., 2023).

Kedua, karena model awal terindikasi mengalami heteroskedastisitas dan autokorelasi negatif, estimasi akhir model penelitian ini menggunakan *White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)*, yaitu metode koreksi *standard error* yang *robust* terhadap heteroskedastisitas lintas unit *cross-section* pada data panel (Baltagi, 2013). Metode *clustering* dipilih berdasarkan struktur data panel penelitian ini yang terdiri atas 20 *cross-section* dan hanya 5 periode: *clustering* berbasis *cross-section* (20 klaster) memenuhi ambang jumlah klaster minimum yang disyaratkan untuk estimasi kovarians yang stabil, sedangkan *clustering* berbasis periode (hanya 5 klaster) tidak memenuhi syarat tersebut dan menghasilkan matriks kovarians yang *reduced rank*, sehingga tidak digunakan.

Pengujian hipotesis dilakukan secara parsial (uji-t) pada tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$, dengan hipotesis diterima apabila nilai probabilitas $< 0,05$ dan koefisien β bertanda positif sesuai arah hipotesis, berdasarkan hasil estimasi model akhir yang telah dikoreksi (*arcsinh + robust standard error*).

4. Hasil dan Pembahasan

4.1 Hasil

4.1.1 Statistik Deskriptif

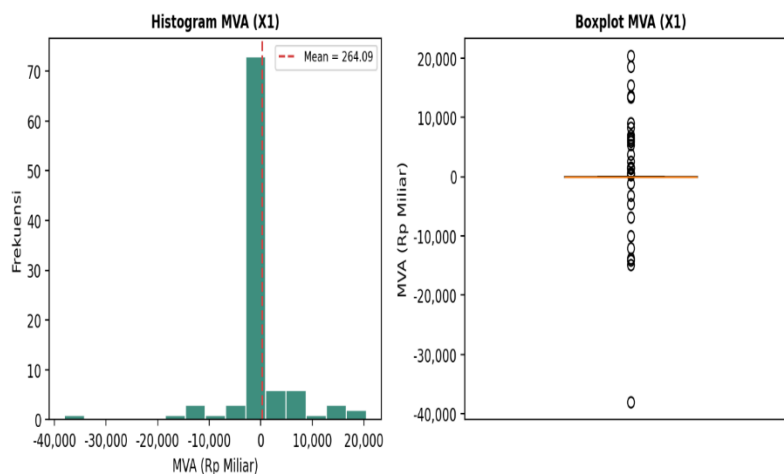
Statistik deskriptif variabel penelitian berdasarkan 100 observasi disajikan pada Tabel 3.

Tabel 3. Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

Variabel	N	Min	Max	Mean	Std. Dev.
<i>Return Saham</i> (Y)	100	-0,5033	6,7778	0,4551	1,1068
MVA_Arcsinh (X1)	100	-18,0218	17,5273	0,8419	9,6142
<i>Ln Market Cap</i> (X2)	100	6,6455	18,6289	11,4736	3,7449
Kepemilikan Asing (X3)	100	0,0071	0,9887	0,2893	0,2695

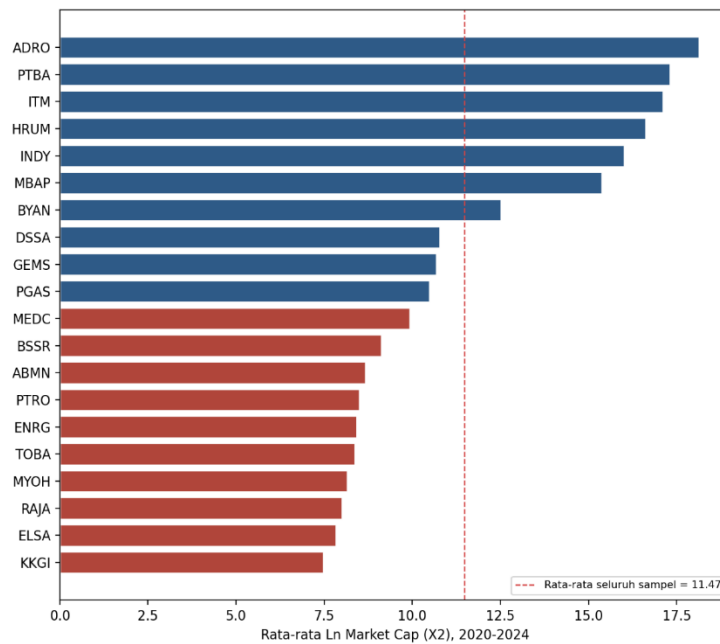
Sumber: Output EViews 14, diolah peneliti (2026).

Return Saham memiliki rata-rata 0,4551 dengan standar deviasi 1,1068, mengindikasikan volatilitas *return* yang tinggi antar perusahaan sektor energi selama 2020–2024. Nilai minimum (-0,5033) tercatat pada PT ABM Investama Tbk (2020) akibat tekanan pandemi, sedangkan nilai maksimum (6,7778) tercatat pada PT Bayan Resources Tbk (2022) seiring lonjakan harga batu bara pasca-krisis Rusia-Ukraina. Variabel MVA sebelum transformasi menunjukkan disparitas ekstrem antar perusahaan (rentang -Rp38.086,64 miliar hingga Rp20.464,30 miliar). Setelah transformasi *arcsinh*, rentang MVA_Arcsinh menyempit secara signifikan menjadi -18,0218 hingga 17,5273 dengan skala yang jauh lebih sebanding terhadap variabel lain dalam model, sehingga mengurangi distorsi koefisien akibat perbedaan skala ekstrem antar *variable*.



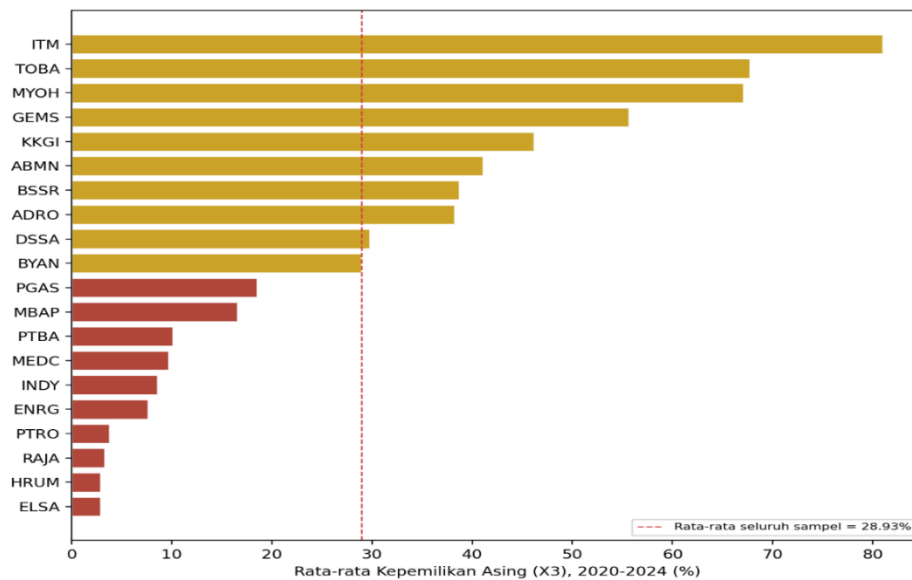
Gambar 2. Distribusi MVA (X1): Histogram dan Boxplot (N = 100)

Sumber: Data diolah peneliti (2026)



Gambar 3. Rata-rata Ln Market Cap (X2) per Perusahaan (2020-2024)

Sumber: Data diolah peneliti (2026)



Gambar 4. Rata-rata Kepemilikan Asing (X3) per Perusahaan (2020-2024)

Sumber: Data diolah peneliti (2026)

4.1.2 Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas dilakukan melalui *correlation matrix* antar variabel independen. Hasil pengujian disajikan pada Tabel 4.

Tabel 4. *Correlation Matrix* Variabel Penelitian

	Y	MVA_Arcsinh	Ln KP (X2)	KA (X3)
Y	1,0000	0,1682	-0,0003	-0,0456
MVA_Arcsinh	0,1682	1,0000	0,0819	0,1112
Ln KP (X2)	-0,0003	0,0819	1,0000	-0,0338
KA (X3)	-0,0456	0,1112	-0,0338	1,0000

Sumber: Output EViews 14, diolah peneliti (2026).

Seluruh koefisien korelasi antar variabel independen berada di bawah 0,80, sehingga dapat disimpulkan tidak terdapat masalah multikolinearitas yang serius dalam model penelitian ini (Baltagi, 2013).

4.1.3 Pemilihan Model Estimasi Terbaik

Pemilihan model terbaik antara *Common Effect Model* (CEM), *Fixed Effect Model* (FEM), dan *Random Effect Model* (REM) dilakukan melalui *Chow Test* dan *Hausman Test*.

Tabel 5. Hasil *Chow Test (Redundant Fixed Effects Test)*

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
<i>Cross-section F</i>	2,6491	(19, 77)	0,0014
<i>Cross-section Chi-square</i>	50,3007	19	0,0001

Sumber: Output EViews 14, diolah peneliti (2026).

Tabel 6. Hasil *Hausman Test (Correlated Random Effects Test)*

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
<i>Cross-section random</i>	28,9005	3	0,0000

Sumber: Output EViews 14, diolah peneliti (2026).

Nilai probabilitas *Chow Test* (0,0014) dan *Hausman Test* (0,0000) sama-sama lebih kecil dari $\alpha = 5\%$, sehingga *Fixed Effect Model* (FEM) dipilih sebagai model estimasi terbaik dan digunakan sebagai dasar interpretasi hasil penelitian ini.

4.1.4 Uji Asumsi Klasik

Uji heteroskedastisitas menggunakan *Panel Heteroskedasticity Likelihood Ratio (LR) Test*, sedangkan uji autokorelasi menggunakan statistik *Durbin-Watson*.

Tabel 7. Hasil Uji Heteroskedastisitas (*Panel Heteroskedasticity LR Test*)

Jenis Uji	Likelihood Ratio	d.f.	Prob.
<i>Cross-section Heteroskedasticity LR Test</i>	123,6235	20	0,0000
<i>Period Heteroskedasticity LR Test</i>	53,1156	20	0,0001

Sumber: Output EViews 14, diolah peneliti (2026).

Tabel 8. Hasil Uji Autokorelasi (*Durbin-Watson*)

Statistik	Nilai
Durbin-Watson stat	2,4724
dL (k=3, n=100, $\alpha=5\%$)	1,6131
dU (k=3, n=100, $\alpha=5\%$)	1,7364
4 – dU	2,2636
4 – dL	2,3869
Kesimpulan	DW > 4–dL → indikasi autokorelasi negatif

Sumber: Output EViews 14, diolah peneliti (2026).

Hasil pengujian menunjukkan model FEM awal terindikasi mengalami heteroskedastisitas ($p < 0,05$ pada kedua dimensi) dan autokorelasi negatif ($DW = 2,4724 > 4-dL$). Kedua kondisi ini tidak menyebabkan bias pada estimasi koefisien, namun memengaruhi efisiensi *standard error* sehingga berpotensi menghasilkan kesimpulan pengujian hipotesis yang keliru. Sebagaimana dijelaskan pada Bagian 3.5, penelitian ini menindaklanjuti temuan ini dengan menerapkan transformasi *arcsinh* pada MVA dan estimasi ulang menggunakan *White cross-section standard errors*.

4.1.5 Hasil Estimasi *Fixed Effect Model* Awal (Diagnostik)

Sebagai dasar diagnosis sebelum koreksi metodologis, Tabel 9 menyajikan hasil estimasi FEM awal menggunakan variabel MVA mentah (belum *arcsinh*) dan *standard error* biasa (belum *robust*).

Tabel 9. Hasil Estimasi *Fixed Effect Model* (FEM)

Variabel	Koefisien (β)	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C (Konstanta)	-9,9953	2,0253	-4,9352	0,0000
MVA (X1)	2,08E-08	1,86E-08	1,1195	0,2664
Ln Market Cap (X2)	0,8908	0,1735	5,1346	0,0000
Kepemilikan Asing (X3)	0,7749	0,8241	0,9404	0,3500
$R\text{-squared} = 0,4106$	$Adj. R^2 = 0,2422$	$F\text{-stat} = 2,4380$	$Prob(F) = 0,0022$	$DW = 2,4724$

Sumber: Output EViews 14, diolah peneliti (2026).

Model awal ini menunjukkan MVA dan Kepemilikan Asing tidak signifikan, sedangkan Ln Market Cap signifikan. Namun, sebagaimana ditunjukkan pada Bagian 4.1.4, *standard error* pada model ini tidak efisien akibat heteroskedastisitas dan autokorelasi, sehingga p-value di atas berpotensi bias dan tidak dapat langsung dijadikan dasar pengujian hipotesis final.

4.1.6 Hasil Estimasi *Fixed Effect Model* Akhir (Terkoreksi)

Tabel 10 menyajikan hasil estimasi FEM akhir setelah dua koreksi metodologis diterapkan secara bersamaan: (1) transformasi arcsinh pada variabel MVA, dan (2) estimasi menggunakan White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected).

Tabel 10. Hasil Estimasi FEM (MVA_Arcsinh + White Cross-Section SE)

Variabel	Koefisien (β)	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C (Konstanta)	-8,7150	3,3164	-2,6278	0,0583*
MVA_Arcsinh (X1)	0,0279	0,0073	3,8386	0,0185**
Ln Market Cap (X2)	0,7778	0,3039	2,5589	0,0627*
Kepemilikan Asing (X3)	0,7210	0,6147	1,1728	0,3059
$R^2 = 0,4273$	$Adj. R^2 = 0,2637$	$F\text{-stat} = 2,6117$	$Prob(F) = 0,0010$	$DW = 2,5886$

Sumber: Output EViews 14, diolah peneliti (2026).

Persamaan regresi akhir yang terbentuk adalah:

$$\hat{Y} = -8,7150 + 0,0279 \text{ MVA_Arcsinh} + 0,7778 \text{ Ln_KP} + 0,7210 \text{ KA} + \mu_i$$

Nilai *Adjusted R-squared* meningkat dari 0,2422 menjadi 0,2637, menunjukkan model dengan variabel dan *standard error* terkoreksi memiliki kemampuan penjelas yang sedikit lebih

baik. Nilai F-statistic sebesar 2,6117 ($p = 0,0010 < 0,05$) menunjukkan model yang dibangun tetap layak digunakan (*goodness of fit*).

Perbandingan model awal dan model akhir menunjukkan perubahan penting: MVA yang semula tidak signifikan ($p = 0,2664$) menjadi signifikan pada $\alpha = 5\%$ ($p = 0,0185$) setelah transformasi *arcsinh* dan koreksi *standard error*, sedangkan Ln Market Cap yang semula signifikan pada $\alpha = 5\%$ ($p = 0,0000$) menjadi tidak signifikan pada $\alpha = 5\%$, meskipun masih signifikan pada $\alpha = 10\%$ ($p = 0,0627$). Perubahan ini menegaskan bahwa kesimpulan pengujian hipotesis pada model awal sebagian dipengaruhi oleh bias skala variabel dan bias efisiensi *standard error*.

4.1.7 Hasil Pengujian Hipotesis

Ringkasan hasil pengujian hipotesis secara parsial (uji-t) pada $\alpha = 5\%$ disajikan pada Tabel 11.

Tabel 11. Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis

H	Variabel	β	Prob.	Keputusan
H1	MVA_Arcsinh (X1)	0,0279	0,0185	Diterima
H2	Ln Market Cap (X2)	0,7778	0,0627	Ditolak
H3	Kepemilikan Asing (X3)	0,7210	0,3059	Ditolak

Sumber: Output EViews 14, diolah peneliti (2026).

4.2 Pembahasan

4.2.1 Pengaruh Nilai Tambah Pasar terhadap *Return Saham*

Hasil estimasi model akhir menemukan bahwa Nilai Tambah Pasar (MVA_Arcsinh) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Return Saham* perusahaan sektor energi BEI periode 2020–2024 ($\beta = 0,0279$, $p = 0,0185 < 0,05$), sehingga H1 diterima. Temuan ini konsisten dengan prediksi *Agency Theory* bahwa MVA yang tinggi mencerminkan keberhasilan manajemen menciptakan nilai bagi pemegang saham (Stewart, 1991), serta sejalan dengan temuan Stevanus Bakari & Miriatin Amali (2024) dan Sugiantara et al. (2023) yang juga menemukan pengaruh positif signifikan MVA terhadap *Return Saham* sektor energi BEI.

Menariknya, hasil ini berbeda dari model awal penelitian ini sendiri (Tabel 9) yang menunjukkan MVA mentah tidak signifikan ($p = 0,2664$). Perbedaan ini menegaskan bahwa disparitas skala ekstrem pada variabel MVA (rentang -Rp38.086,64 miliar hingga Rp20.464,30 miliar, Tabel 3) sebelumnya menutupi hubungan sebenarnya antara MVA dengan *Return Saham*,

koefisien MVA mentah yang sangat kecil ($2,08 \times 10^{-8}$) merupakan gejala masalah skala pengukuran, bukan indikasi bahwa MVA secara substantif tidak berpengaruh. Setelah skala dinormalkan melalui transformasi *arcsinh*, yang juga mereduksi pengaruh nilai-nilai ekstrem (*outlier*) pada periode koreksi pasar pasca-boom komoditas 2023–2024, hubungan MVA dengan *Return Saham* menjadi terlihat secara statistis dan konsisten dengan teori.

Temuan ini juga sejalan dengan Moranty & Pulungan (2025) yang menekankan sifat kontekstual hubungan MVA dengan *Return Saham*, dalam kasus penelitian ini, konteks yang menentukan bukan variabel mediasi, melainkan perlakuan metodologis terhadap distribusi data. Perlu dicatat bahwa perilaku investor asing yang cenderung bersifat momentum *trading* dan *feedback trading* pada pasar dengan volatilitas tinggi, sebagaimana didokumentasikan oleh Krohn et al. (2024) pada konteks pasar keuangan negara berkembang, tetap dapat berjalan beriringan dengan signifikansi MVA terhadap *Return Saham*, keduanya menjelaskan sisi permintaan (perilaku investor jangka pendek) dan sisi fundamental (penciptaan nilai jangka panjang) yang bekerja secara simultan namun tidak saling meniadakan pada pembentukan *Return Saham* sektor energi.

4.2.2 Pengaruh Kapitalisasi Pasar terhadap *Return Saham*

Pada model akhir, Kapitalisasi Pasar tidak terbukti berpengaruh signifikan terhadap *Return Saham* pada $\alpha = 5\%$ ($\beta = 0,7778$, $p = 0,0627 > 0,05$), meskipun masih signifikan pada $\alpha = 10\%$, sehingga H2 ditolak pada tingkat signifikansi yang ditetapkan penelitian ini ($\alpha = 5\%$). Hasil ini berbeda dari model awal penelitian ini (Tabel 9) yang menunjukkan Ln Market Cap signifikan kuat ($p = 0,0000$), dan juga berbeda dari temuan Sugiantara et al. (2023) yang menemukan Kapitalisasi Pasar berpengaruh signifikan pada sektor energi BEI periode sebelumnya.

Perubahan status signifikansi ini merupakan konsekuensi langsung dari koreksi *standard error*. *Standard error* Ln Market Cap meningkat dari 0,1735 (model awal, tidak *robust*) menjadi 0,3039 (model akhir, *robust* terhadap heteroskedastisitas *cross-section*). Kenaikan hampir dua kali lipat yang mengindikasikan bahwa ketepatan estimasi (presisi) koefisien Ln Market Cap pada model awal terlalu optimistis akibat mengabaikan heteroskedastisitas antar perusahaan sampel. Dengan kata lain, signifikansi kuat Kapitalisasi Pasar pada model awal sebagian merupakan artefak dari *standard error* yang *under-estimated*, bukan semata-mata mencerminkan kekuatan hubungan yang sebenarnya.

Interpretasi ini tidak berarti Kapitalisasi Pasar tidak relevan secara ekonomi, koefisiennya tetap positif dan besar (0,7778), serta signifikan pada taraf 10%, mengindikasikan adanya kecenderungan hubungan positif yang perlu diuji lebih lanjut dengan sampel yang lebih besar pada penelitian mendatang. Namun, berdasarkan kriteria signifikansi $\alpha = 5\%$ yang digunakan penelitian ini, klaim bahwa Kapitalisasi Pasar merupakan “faktor paling determinan” terhadap *Return Saham* sektor energi BEI tidak lagi dapat dipertahankan setelah koreksi metodologis. Kehati-hatian interpretasi ini penting mengingat sensitivitas hasil terhadap metode *standard error*, sejalan dengan peringatan (Baltagi, 2013) tentang pentingnya koreksi *robust* pada data panel dengan struktur heterogen.

4.2.3 Pengaruh Kepemilikan Asing terhadap *Return Saham*

Kepemilikan Asing tidak terbukti berpengaruh signifikan terhadap *Return Saham* baik pada model awal ($p = 0,3500$) maupun model akhir ($\beta = 0,7210$, $p = 0,3059 > 0,05$), sehingga H3 tetap ditolak setelah koreksi metodologis. Hasil ini berbeda dengan temuan Naufa et al. (2021) pada konteks negara-negara ASEAN secara agregat, namun konsisten dengan Sugiantara et al. (2023) pada konteks spesifik sektor energi BEI.

Konsistensi hasil ini pada kedua model tidak terpengaruh oleh koreksi skala maupun *robust standard error* memperkuat dugaan bahwa ketidaksignifikanan Kepemilikan Asing bersumber dari faktor struktural, bukan artefak metodologis. Sebagaimana dijelaskan pada Sub-Bab 2.1, struktur kepemilikan emiten sektor energi BEI umumnya terkonsentrasi pada pemegang saham pengendali domestik, sehingga konflik keagenan yang dominan adalah antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham non-pengendali (*agency problem Type II*), bukan antara pemegang saham dan manajer (*Type I*) sebagaimana diasumsikan *Agency Theory* klasik. Faisal et al. (2020) membuktikan secara empiris bahwa pada struktur kepemilikan seperti ini, efektivitas kepemilikan asing sebagai mekanisme pengawasan sangat bergantung pada interaksinya dengan *blockholder* dan kebijakan dividen, dan tidak serta-merta berjalan otomatis hanya karena investor asing hadir sebagai pemegang saham.

Pada konteks sektor energi BEI secara spesifik, investor asing dalam sampel penelitian ini (rentang kepemilikan 0,71%–98,87%, dengan sebagian besar observasi berada pada posisi kepemilikan minoritas) umumnya tidak memegang kendali strategis atas kebijakan manajemen, sehingga kemampuan mereka untuk menjalankan fungsi monitoring aktif secara struktural

terbatas. Kondisi ini juga diperkuat oleh temuan Krohn et al. (2024) bahwa investor asing pada pasar berkembang cenderung terlibat momentum trading dan *feedback trading*, yang mengindikasikan orientasi investasi jangka pendek berbasis pergerakan harga, bukan keterlibatan aktif jangka panjang dalam tata kelola perusahaan yang diinvestasikan. Pergeseran orientasi investasi semacam ini kemungkinan diperkuat oleh meningkatnya perhatian global terhadap isu keberlanjutan (ESG) yang mendorong sebagian investor asing mengurangi eksposur jangka panjang pada emiten berbasis energi fosil, sehingga peran mereka pada sektor energi BEI cenderung bergeser dari *strategic monitoring* menjadi *portfolio investment* jangka pendek.

5. Penutup

5.1 Kesimpulan

Penelitian ini menganalisis pengaruh Nilai Tambah Pasar, Kapitalisasi Pasar, dan Kepemilikan Asing terhadap *Return Saham* pada perusahaan sektor energi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2020–2024, dengan menerapkan koreksi metodologis berupa transformasi arcsinh pada variabel MVA dan estimasi menggunakan robust standard error untuk mengatasi bias skala, heteroskedastisitas, dan autokorelasi yang terdeteksi pada model awal.

Berdasarkan hasil estimasi model akhir, disimpulkan bahwa Nilai Tambah Pasar terbukti berpengaruh positif terhadap *Return Saham*, sehingga H1 diterima. Sebaliknya, Kapitalisasi Pasar dan Kepemilikan Asing tidak terbukti berpengaruh signifikan, sehingga H2 dan H3 ditolak. Temuan ini mengindikasikan bahwa penciptaan nilai pasar riil (MVA) merupakan faktor fundamental yang secara konsisten memengaruhi *Return Saham* sektor energi BEI, sementara ukuran perusahaan belum cukup terbukti sebagai faktor penentu dan memerlukan pengujian lanjutan. Ketidaksignifikanan Kepemilikan Asing memperkuat argumen bahwa fungsi pengawasan investor asing minoritas secara struktural terbatas pada emiten dengan kepemilikan terkonsentrasi, sebagaimana umum dijumpai pada sektor energi Indonesia. Perbandingan model awal dan model akhir dalam penelitian ini juga menegaskan pentingnya penanganan skala data dan efisiensi standard error dalam penelitian data panel bidang keuangan, agar kesimpulan yang dihasilkan tidak bias secara metodologis.

5.2 Saran

Berdasarkan temuan dan keterbatasan penelitian ini, penelitian selanjutnya disarankan untuk: (1) menambahkan variabel kontrol makroekonomi seperti harga komoditas energi, nilai tukar, dan suku bunga, mengingat Herusetya & Amaldi (2025) menemukan bahwa faktor makroekonomi eksternal berpengaruh kuat terhadap pergerakan harga saham sektor energi Indonesia, (2) menguji secara eksplisit peran struktur kepemilikan pengendali (*controlling ownership*) sebagai variabel moderasi pada hubungan antara Kepemilikan Asing dengan *Return Saham*, mengingat penelitian ini menemukan indikasi bahwa efektivitas fungsi pengawasan investor asing terkondisikan oleh struktur kepemilikan, sejalan dengan kerangka *agency problem Type II*, dan (3) memperpanjang periode pengamatan serta memperluas sampel guna menangkap dinamika transisi energi yang sedang berlangsung dan pengaruh isu ESG terhadap perilaku investor asing pada sektor energi berbasis fosil.

DAFTAR PUSTAKA

- Ardana, Y., Syamsiyah, N., & Faiz, A. (2023). Panel Data Model in Analyzing Factors Affecting Market Value Added (MVA) in Companies Listed on the LQ45 Index. *Nominal Barometer Riset Akuntansi Dan Manajemen*, 12(1), 48–58. <https://doi.org/10.21831/nominal.v12i1.53262>
- Baltagi, B. H. (2013). *Econometric Analysis of Panel Data* (5th ed.). In Vasa. John Wiley & Sons.
- Brealey, R., Stapleton, R. C., & Myers, S. (2020). Principles of Corporate Finance (13th ed.). In *The Journal of Finance* (Vol. 36, Number 4). <https://doi.org/10.2307/2327568>
- Faisal, F., Majid, M. S. A., & Sakir, A. (2020). Agency conflicts, firm value, and monitoring mechanisms: An empirical evidence from Indonesia. *Cogent Economics and Finance*, 8(1). <https://doi.org/10.1080/23322039.2020.1822018>
- Fapriansyah, A., & Abidin, J. (2025). Pengaruh Green Accounting, Market Value Added dan Kinerja Keuangan terhadap Harga Saham. *RIGGS: Journal of Artificial Intelligence and Digital Business*, 4(3), 2752–2757. <https://doi.org/10.31004/riggs.v4i3.2383>

- Hartono, J. (2017). Teori Portofolio dan Analisis Investasi (Edisi Ke-11). In *BPFE. Yogyakarta*.
- Hasanah, V. N., Nuraina, E., & Styaningrum, F. (2023). Sustainability Reporting, Foreign Ownership, Firm Value as a Function of Investment Opportunity Set. *Jurnal Dinamika Akuntansi*, 15(1), 13–23. <https://doi.org/10.15294/jda.v15i1.35793>
- Herusetya, A., & Amaldi, D. F. (2025). Analysis of Internal and External Factors Affecting Stock Prices in the Energy Sector Listed on the Indonesia Stock Exchange During 2020–2024. *Jurnal Ilmiah Akuntansi Kesatuan*, 13(6), 2179–2190. <https://doi.org/10.37641/jiakes.v13i6.4748>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). THEORY OF THE FIRM: MANAGERIAL BEHAVIOR, AGENCY COSTS AND OWNERSHIP STRUCTURE. In *Journal of Financial Economics* (Vol. 3). Q North-Holland Publishing Company.
- Kristian, M., Adiwena, S., & Laksana, Y. B. (2023). FOREIGN INVESTOR AND MARKET VOLATILITY: EVIDENCE ON INDONESIA STOCK MARKET. *International Journal of Application on Economics and Business (IJAEB)*, 1(2), 2987–1972. <https://doi.org/10.24912/ijaeb.v1.i2.410-418>
- Krohn, I., Sushko, V., & Synsatayakul, W. (2024). Foreign investor feedback trading in an emerging financial market (BIS Working Papers No. 1154). *Monetary and Economic Department*, (1154).
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Investor protection and corporate governance. *Corporate Governance and Corporate Finance: A European Perspective*, 58, 91–110. <https://doi.org/10.4324/9780203940136>
- Moranty, E., & Pulungan, N. A. F. (2025). The Effect of Economic Value Added and Market Value Added on Stock Return With Profitability as an Intervening Variable. *Journal of Economics, Finance And Management Studies*, 08(08), 5305–5317. <https://doi.org/10.47191/jefms/v8-i8-26>

- Naufa, A. M., Hanafi, M. M., & Lantara, I. W. N. (2021). Foreign ownership, stock performance-risk, and macroeconomic factors in asean countries. *Buletin Ekonomi Moneter Dan Perbankan/Monetary and Banking Economics Bulletin*, 24(1), 151–168. <https://doi.org/10.21098/bemp.v24i1.1165>
- Nguyen, P. T. L., Huynh, N. T., & Huynh, T. T. C. (2024). Foreign investment and the firm performance in emerging securities market: evidence from Vietnam. *Journal of Economics and Development*, 26(2), 82–102. <https://doi.org/10.1108/JED-12-2022-0244>
- Purwani, T., & Santoso, R. B. (2023). The Energy Commodities Price and The Energy Sector Index: Evidence from Indonesia Stock Exchange. *Journal of Law and Sustainable Development*, 11(12), e1687. <https://doi.org/10.55908/sdgs.v11i12.1687>
- Rheynaldi, P. K., Endri, E., Minanari, M., Ferranti, P. A., & Karyatun, S. (2023). Energy Price and Stock Return: Evidence of Energy Sector Companies in Indonesia. *International Journal of Energy Economics and Policy*, 13(5), 31–36. <https://doi.org/10.32479/ijeep.14544>
- Sasmianti, R. Y., & Eddy, N. (2023). Pengaruh Economic Value Added dan Market Value Added terhadap Return Saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan Entitas*, 3(2), 37–51. <https://ejournal-jayabaya.id/Entitas/article/view/138%0Ahttps://ejournal-jayabaya.id/Entitas/article/download/138/124>
- Siska, E., Duraipandi, O., Tio, L., & Ameen, A. (2024). Foreign Investment and Stock Market Development in Indonesia. *International Journal of Multidisciplinary Approach Research and Science*, 2(02), 646–658. <https://doi.org/10.59653/ijmars.v2i02.656>
- Stevanus Bakari, M., & Miriatin Amali, L. (2024). Pengaruh Nilai Tambah Ekonomis dan Nilai Tambah Pasar terhadap Return Saham pada perusahaan sektor energi yang terdaftar di BEI. *Jurnal Cendekia Ilmiah*, 4(1).
- Stewart, G. B. (1991). *The Quest for Value: A Guide for Senior Managers*. HarperCollins Publishers.

Sugiantara, I. D. M., Alexaner, S. W., & Wokas, H. R. N. (2023). The Effect of Market Value Added, Market Capitalization, and Foreign Ownership on Stock Return in Energy Sector Companies Indonesia Stock Exchange. *Journal of Governance, Taxation and Auditing*, 2(2), 62–70. <https://doi.org/10.38142/jogta.v2i2.804>

Sugiyono. (2019). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D (Edisi ke-2)*. Alfabeta.

LAMPIRAN

<https://drive.google.com/drive/folders/1Fhp96QtzW5cDFFRFsNpDpq9h6gaEYpXF?usp=sharing>