

BAB IV

PAPARAN DAN PEMBAHASAN DATA HASIL PENELITIAN

4.1 Gambaran Umum Objek Penelitian

4.1.1 *Jakarta Islamic Index (JII)*

Jakarta Islamic Index (JII) merupakan indeks syariah pertama di Indonesia yang didirikan pada tanggal 3 Juli 2000. *Jakarta Islamic Index* merupakan hasil kerja sama antara DSN-MUI dengan PT Danareksa Investment Management. Indeks ini terdiri dari 30 perusahaan yang merupakan saham unggulan, aktif dengan kapitalisasi pasar tertinggi yang memenuhi syariat islam. Jenis usaha, produk barang, jasa yang diberikan dan akad serta cara pengelolaan perusahaan emiten atau perusahaan publik yang menerbitkan efek syariah tidak boleh bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah.

Berdasarkan arahan Dewan Syariah Nasional MUI dan peraturan Bapepam-LK nomor IX.A.13 tentang Penerbitan Efek Syariah, jenis kegiatan utama suatu badan usaha yang dinilai tidak memenuhi syariat islam adalah :

1. Tidak melakukan kegiatan usaha perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang.
2. Tidak menyelenggarakan jasa keuangan yang menerapkan konsep ribawi, jual beli resiko yang mengandung *gharar* dan *maysir*.
3. Tidak melakukan perdagangan yang tidak disertai dengan penyerahan barang/jasa dan perdagangan dengan penawaran dan permintaan palsu.
4. Tidak melebihi rasio keuangan sebagai berikut :

- a. Total hutang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total ekuitas tidak lebih dari 82% (hutang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total ekuitas tidak lebih dari 45% : 55%).
- b. Total pendapatan bunga dan pendapatan tidak halal lainnya dibandingkan dengan total pendapatan (*revenue*) tidak lebih dari 10%.

Untuk menetapkan saham-saham yang masuk dalam perhitungan *Jakarta Islamic index* dilakukan proses seleksi sebagai berikut :

1. Saham-saham yang akan dipilih berdasarkan Daftar Efek Syariah (DES) yang dikeluarkan oleh Bapepam-LK.
2. Memilih 60 saham dari Daftar Efek Syariah tersebut berdasarkan urutan kapitalisasi pasar terbesar selama 1 tahun terakhir.
3. Dari 60 saham tersebut, dipilih 30 saham berdasarkan tingkat likuiditas yaitu nilai transaksi di pasar regular selama 1 tahun terakhir.

Jakarta Islamic Index akan direview setiap 6 bulan, yaitu setiap bulan januari dan juli berdasarkan periode yang ditetapkan oleh Bapepam-LK yaitu pada saat diterbitkannya Daftar Efek Syariah. Sedangkan perubahan jenis usaha emiten akan dimonitor secara terus-menerus berdasarkan data publik yang tersedia. *Jakarta Islamic Index* diluncurkan pada tanggal 2 juli 2000. akan tetapi untuk mendapatkan data historical yang panjang, hari dasar yang digunakan adalah tanggal 2 januari 1995, dengan nilai indeks sebesar 100.

4.2 Pembahasan Hasil Penelitian

Seperti yang telah dijelaskan dalam uraian sebelumnya, penelitian ini dilakukan melalui dua tahap analisis. Tahap pertama adalah analisis untuk

mengetahui kinerja keuangan perusahaan dengan metode EVA, FVA dan SVA. Tahap kedua yaitu membandingkan hasil kinerja keuangan dengan menggunakan uji beda *Independent Sampel T-Test*. Berikut adalah paparan data selengkapnya.

4.2.1 *Economic Value Added* (EVA)

A. Menghitung Biaya Modal Hutang (Kd)

Economic Value Added (EVA) merupakan salah satu metode pengukuran kinerja keuangan berbasis nilai yang telah banyak digunakan. Metode ini merupakan alat pengukur kinerja keuangan yang mempertimbangkan biaya modal dalam konsekuensi investasi. Modal yang digunakan dalam kegiatan operasi perusahaan merupakan modal yang bersumber dari pihak ketiga, yang mana modal tersebut dapat berupa modal jangka panjang ataupun modal dari dana yang diinvestasikan ke dalam perusahaan. EVA dihitung dengan cara mengurangi biaya modal terhadap laba operasi setelah pajak. Dalam proses perhitungan EVA dibutuhkan beberapa komponen penting yaitu data tingkat suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI), IHSG, dan IHSI.

Langkah pertama yang dilakukan untuk mendapatkan nilai EVA adalah dengan cara menghitung biaya modal hutang (Kd) perusahaan. Biaya modal hutang (Kd) ini dapat dihitung dengan menggunakan rumus berikut :

$$Kd = Kb(1 - T)$$

Berikut merupakan hasil perhitungan biaya modal hutang yang telah dilakukan dengan menggunakan rumus diatas (selengkapnya di lampiran) :

Tabel 4.1
Biaya Modal Hutang Perusahaan yang *Listing*

Periode	2011	2012
I	0,46%	0,56%
II	0,84%	1,35%
III	1,38%	1,87%
IV	1,90%	2,65%

Sumber : data diolah

Berdasarkan perhitungan yang menghasilkan angka pada tabel diatas biaya modal perusahaan yang *listing* di JII mengalami peningkatan setiap periodenya selama tahun 2011-2012. Pada tahun 2011 kenaikan Kd pada triwulan kedua, ketiga dan keempat masing-masing mempunyai prosentase kenaikan angka sebesar 45,5%, 38,7%, dan 27,5%. Akan tetapi pada triwulan pertama tahun 2012 Kd mengalami penurunan yang sangat signifikan dari angka sebesar 1,90% menurun menjadi 0,56%. Akan tetapi pada tahun 2012 Kd kembali mengalami kenaikan, prosentase kenaikan angka Kd pada triwulan kedua, ketiga dan keempat adalah 58,6%, 27,7% dan 29,5%.

Tabel 4.2
Biaya Modal Hutang Perusahaan yang *Delisting*

Periode	2011	2012
I	2,04%	4,12%
II	4,33%	5,26%
III	6,40%	8,32%
IV	7,40%	10,66%

Sumber : data diolah

Berdasarkan perhitungan yang menghasilkan angka pada tabel diatas biaya modal perusahaan yang *delisting* di JII mengalami peningkatan setiap periodenya selama tahun 2011-2012. Pada tahun 2011 kenaikan Kd pada triwulan kedua, ketiga dan keempat masing-masing mempunyai prosentase

kenaikan angka sebesar 52,9%, 32,4%, dan 13,5%. Akan tetapi pada triwulan pertama tahun 2012 Kd mengalami penurunan yang sangat signifikan dari angka sebesar 7,40% menurun menjadi 4,12%. Akan tetapi pada triwulan kedua, ketiga dan keempat Kd kembali mengalami kenaikan, prosentase kenaikan angka Kd pada triwulan kedua, ketiga dan keempat adalah 21,7%, 36,8% dan 21,9%.

Dari perhitungan diatas dapat disimpulkan bahwa Kd yang dimiliki oleh perusahaan yang *listing* lebih rendah dibandingkan dengan nilai Kd yang dimiliki oleh perusahaan yang *delisting*. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang *listing* menggunakan modal dari hutang lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan yang *delisting*.

B. Menghitung Biaya Modal Saham (Ke)

Biaya modal yaitu imbalan hasil yang diharapkan oleh para investor atas saham yang telah mereka investasikan. Pendekatan yang sering digunakan dalam perhitungan biaya modal saham ini adalah dengan menggunakan *Capital Assets Pricing Model (CAPM)*. Model ini menjelaskan tentang hubungan *cost of equity* dengan risiko sistematis (β). Komponen yang dibutuhkan dalam perhitungan biaya modal saham yaitu suku bunga bebas risiko (R_f), tingkat pengembalian pasar (R_m) dan Beta (β).

a. Suku Bunga Bebas Risiko (R_f)

Untuk mendapatkan nilai biaya modal maka harus menghitung suku bunga bebas risiko terlebih dahulu. Dalam hal ini, tingkat suku bunga yang digunakan adalah suku bunga SBI (Sertifikat Bank Indonesia). Hal ini

dilakukan karena dengan memperhitungkan tingkat keamanan yang lebih terjamin dan dianggap mempunyai risiko yang relative lebih kecil (bebas risiko) dibandingkan jenis investasi lainnya. Berikut adalah tingkat suku bunga SBI pada tahun 2011-2012 :

Tabel 4.3
Suku Bunga SBI

No	Bulan	2011	2012
1	Januari – Maret	1,64%	1,10%
2	April – Juni	1,64%	1,10%
3	Juli – September	1,64%	1,10%
4	Oktober – Desember	1,64%	1,10%

Sumber : www.bi.go.id

b. Tingkat Pengembalian Pasar (Rm)

Untuk menghitung tingkat pengembalian pasar ini didasarkan pada IHSG yang mana tingkat pengembalian pasar diperoleh dari keuntungan saham yang beredar di Bursa Efek. Rumus untuk menghitung tingkat pengembalian pasar (Rm) adalah sebagai berikut :

$$Rm = \frac{IHSG - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

Dengan menggunakan rumus tersebut, maka diperoleh hasil Rm pada tahun 2011-2012 yakni sebagai berikut :

Tabel 4.4
Tingkat Pengembalian Pasar (Rm)

Periode	2011		2012	
	IHSG	Rm	IHSG	Rm
Januari-Maret	3517	-3,50%	3971	7,11%
April-Juni	3791	7,79%	4021	1,25%
Juli-September	3893	2,69%	4116	2,34%
Oktober-Desember	3708	-4,75%	4310	4,74%

Sumber : www.sahamok.com

Tabel diatas menunjukkan tingkat pengembalian pasar (Rm) selama tahun 2011-2012.

c. Tingkat Pengembalian Individu (Ri)

Perhitungan return individu ini didasarkan pada pergerakan harga saham bulanan. Untuk menghitung return individu ini menggunakan rumus sebagai berikut :

$$R_i = \frac{R_i - R_{i,t-1}}{R_{i,t-1}}$$

Dari perhitungan yang telah dilakukan berdasarkan rumus diatas maka diperoleh return individu dari perusahaan yang *listing* dan *delisting* di JII sebagai berikut :

Tabel 4.5
Tingkat Pengembalian Individu (Ri)
Perusahaan yang Listing dan Delisting di JII

Periode	Listing				Delisting			
	2011		2012		2011		2012	
	Pi	Ri	Pi	Ri	Pi	Ri	Pi	Ri
Januari	14.898	-0,085	17.883	0,107	1.090	-0,084	788	0,010
Februari	14.675	-0,015	17.174	-0,040	1.002	-0,081	754	-0,044
Maret	14.965	0,020	18.043	0,051	1.004	0,002	707	-0,063
April	16.925	0,131	18.235	0,011	1.015	0,011	725	0,025
Mei	16.883	-0,002	17.983	-0,014	1.092	0,076	659	-0,090
Juni	16.868	-0,001	16.990	-0,055	1.019	-0,067	531	-0,194
Juli	16.431	-0,026	18.936	0,115	1.004	-0,015	530	-0,002
Agustus	14.826	-0,098	20.263	0,070	880	-0,124	500	-0,057
September	13.985	-0,057	20.140	-0,006	887	0,008	498	-0,004
Oktober	14.288	0,022	21.232	0,054	813	-0,083	503	0,011
Nopember	15.200	0,064	22.423	0,056	810	-0,004	490	-0,027
Desember	16.150	0,063	22.647	0,010	780	-0,037	409	-0,166

Sumber : www.sahamok.com

d. Koefisien Beta (β)

Setelah nilai R_m dan R_i telah diketahui, maka langkah selanjutnya adalah menghitung koefisien beta (β), yang mana beta merupakan risiko sistematis dari suatu sekuritas atau portofolio relative terhadap risiko pasar (Sucipto, 2012).

Beta dapat dihitung menggunakan rumus regresi berikut :

$$\beta = \frac{n \cdot \sum XY - \sum X \cdot \sum Y}{n \cdot \sum XY^2 - (\sum X)^2}$$

Sesuai dengan perhitungan yang telah dilakukan maka diperoleh nilai beta untuk perusahaan yang *listing* dan *delisting* di JII pada tahun 2011-2012 sebagai berikut :

Tabel 4.6
Koefisien Beta (β)
Perusahaan yang *Listing* dan *Delisting* di JII

Periode	Listing		Delisting	
	2011	2012	2011	2012
Triwulan I	79%	125%	17%	-138%
Triwulan II	119%	40%	-56%	80%
Triwulan III	3%	202%	-18%	-101%
Triwulan IV	-6%	-512%	180%	2313%

Sumber : data diolah

Dari perhitungan diatas maka diperoleh nilai Koefisien Beta (β) yang dimiliki oleh perusahaan yang *listing* di JII selama tahun 2011-2012. Pada tahun 2011 nilai koefisien beta tertinggi terdapat pada triwulan kedua yaitu sebesar 119% dan triwulan ketiga pada tahun 2012 yaitu sebesar 202%. Sedangkan koefisien beta terendah terdapat pada triwulan keempat selama tahun 2011-2012 dengan masing-masing nilai sebesar -6% dan -512%.

Sedangkan untuk nilai Koefisien Beta (β) yang dimiliki oleh perusahaan yang *delisting* di JII selama tahun 2011-2012. Pada perusahaan yang *delisting*, nilai koefisien beta tertinggi selama tahun 2011-2012 terdapat pada triwulan keempat yaitu sebesar 180% dan 2313%. Sedangkan koefisien beta terendah pada tahun 2011 terdapat pada triwulan kedua yaitu sebesar -56% dan tahun 2012 pada tiwulan pertama yaitu sebesar -138%.

e. Biaya Modal Saham (Ke)

Setelah nilai R_m , R_f , dan Beta telah diketahui, maka langkah selanjutnya yaitu menghitung biaya modal saham (Ke) dengan menggunakan metode CAPM. Rumus yang digunakan adalah sebagai berikut :

$$Ke = R_f + \{\beta (R_m - R_f)\}$$

Maka diperoleh hasil perhitungan nilai Ke untuk perusahaan yang *listing* di JII pada tahun 2011-2012 adalah sebagai berikut :

Tabel 4.7
Biaya Modal Saham (Ke)
Perusahaan yang Listing di JII

Keterangan	2011				2012			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
R_f	1,64%	1,64%	1,64%	1,64%	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%
B	79%	119%	3%	-6%	125%	40%	202%	-512%
R_m	-3,50%	7,79%	2,69%	-4,75%	7,11%	1,25%	2,34%	4,74%
Ke	-2,43%	8,99%	1,67%	2,04%	8,64%	1,16%	3,60%	-17,49%

Sumber : data diolah

Dari tabel diatas, dapat diketahui biaya modal saham yang dimiliki perusahaan yang *listing* di JII selama tahun 2011-2012. Perusahaan yang *listing* memiliki Ke pada tahun 2011 dari triwulan pertama-keempat dengan

masing-masing nilai sebesar -2,43%, 8,99%, 1,67%, 2,04% dan ada tahun 2012 masing-masing nilai Ke selama empat triwulan yaitu 8,64%, 1,16%, 3,60% dan -17,49%. Biaya modal saham mengalami peningkatan sebesar 127,05% pada triwulan kedua tahun 2011 dan mengalami penurunan pada triwulan ketiga sebesar 81,42% dan kembali meningkat pada triwulan keempat sebesar 18,12%. Kemudian mengalami kenaikan pada triwulan pertama tahun 2012 sebesar 76,39% dan menurun pada triwulan kedua sebesar 86,55% dan kembali meningkat pada triwulan ketiga sebesar 67,73%, kemudian menurun pada triwulan keempat sebesar 79,41%.

Tabel 4.8
Biaya Modal Saham (Ke)
Perusahaan yang *Delisting* di JII

Keterangan	2011				2012			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Rf	1,64%	1,64%	1,64%	1,64%	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%
B	79%	119%	3%	180%	-138%	80%	-101%	2313%
Rm	-3,50%	7,79%	2,69%	-4,75%	7,11%	1,25%	2,34%	4,74%
Ke	0,78%	-1,83%	1,45%	-9,87%	-7,20%	1,22%	-0,14%	-85,20%

Sumber : data diolah

Dari tabel diatas, dapat diketahui biaya modal saham yang dimiliki perusahaan yang *delisting* di JII selama tahun 2011-2012. Perusahaan yang *delisting* memiliki Ke pada tahun 2011 dari triwulan pertama-keempat dengan masing-masing nilai sebesar 4,8%, 7%, 7,5%, -12,7% dan pada tahun 2012 masing-masing nilai Ke selama empat triwulan yaitu 0,1%, 1,8%, 6,8% dan 3,8%. Biaya modal saham mengalami peningkatan sebesar 31% dan 6,5% pada triwulan kedua-ketiga tahun 2011 dan mengalami penurunan pada triwulan keempat sebesar 68,7%. Kemudian pada tahun

2012 biaya modal mengalami kenaikan pada triwulan pertama-ketiga tahun 2012 dengan nilai masing-masing sebesar 101%, 93,4%, 72,9% dan menurun pada triwulan keempat dengan nilai sebesar 78%.

C. Struktur Modal

Struktur modal terdiri dari hutang jangka panjang dan total ekuitas. Perhitungan struktur modal untuk perusahaan yang *listing* di JII dapat dilihat pada tabel berikut ini :

Tabel 4.9
Struktur Modal
Perusahaan yang *Listing* di JII

No	Periode	2011		2012	
		Wd	We	Wd	We
1	Triwulan I	6%	94%	5%	95%
2	Triwulan II	6%	94%	5%	95%
3	Triwulan III	6%	94%	5%	95%
4	Triwulan IV	6%	94%	5%	95%

Sumber : data diolah

Dari tabel diatas dapat dilihat komposisi penggunaan modal antara modal yang bersumber dari hutang dan modal yang bersumber dari ekuitas perbandingannya sangat jauh. Hal tersebut menunjukkan bahwa perusahaan yang *listing* di JII mempunyai hutang yang sangat kecil, dan dalam penggunaan biaya untuk aktivitas operasional perusahaan jauh lebih banyak menggunakan modal yang bersumber dari modal ekuitas dibandingkan modal hutang.

Tabel 4.10
Struktur Modal
Perusahaan yang *Delisting* di JII

No	Periode	2011		2012	
		Wd	We	Wd	We
1	Triwulan I	33%	67%	40%	60%
2	Triwulan II	40%	60%	40%	60%
3	Triwulan III	40%	60%	40%	60%
4	Triwulan IV	37%	63%	40%	60%

Sumber : data diolah

Dari tabel diatas dapat dilihat komposisi penggunaan modal antara modal yang bersumber dari hutang dan modal yang bersumber dari ekuitas untuk perusahaan yang *delisting* dari JII perbandingannya tidak terlalu jauh yaitu 40% : 60%. Hal tersebut menunjukkan bahwa perusahaan yang *delisting* dari JII mempunyai hutang hampir 40% dari ekuitas yang dimiliki, dan dalam penggunaan biaya untuk aktivitas operasional perusahaan menggunakan modal yang bersumber dari modal hutang dan modal ekuitas dengan perbandingan 40% : 60%.

D. *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*

WACC adalah gabungan dari biaya individual tertimbang dengan prosentase pembiayaan dari setiap sumber dana. Untuk menghitung WACC dapat digunakan rumus sebagai berikut :

$$WACC = (Wd \times Kd) + (We \times Ke)$$

Maka hasil WACC untuk perusahaan yang *listing* di JII dengan menggunakan rumus tersebut sebagai berikut :

Tabel 4.11
WACC Perusahaan yang Listing di JII

Keterangan	2011				2012			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Wd	6%	6%	6%	6%	5%	5%	5%	5%
We	94%	94%	94%	94%	95%	95%	95%	95%
Kd	0,46%	0,84%	1,38%	1,90%	0,56%	1,35%	1,87%	2,65%
Ke	-2,43%	8,99%	1,67%	2,04%	8,64%	1,16%	3,60%	-17,49%
WACC	-2,26%	8,49%	1,65%	2,03%	8,22%	1,17%	3,52%	-16,58%

Sumber : data diolah

Dari tabel diatas dapat dilihat WACC perusahaan yang *listing* di JII selama tahun 2011-2012. Pada tahun 2011 WACC tertinggi terdapat pada triwulan kedua dengan nilai sebesar 8,49% dan nilai terendah terdapat pada triwulan pertama dengan nilai sebesar -2,26%. Sedangkan untuk tahun 2012 WACC tertinggi terdapat pada triwulan pertama dengan nilai sebesar 8,22% dan nilai terendah terdapat pada triwulan keempat dengan nilai sebesar -16,58%.

Tabel 4.12
WACC Perusahaan yang Delisting di JII

Keterangan	2011				2012			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Wd	33%	40%	40%	37%	40%	40%	40%	40%
We	67%	60%	60%	63%	60%	60%	60%	60%
Kd	2,04%	4,33%	6,40%	7,40%	4,12%	5,26%	8,32%	10,66%
Ke	0,78%	-1,83%	1,45%	-9,87%	-7,20%	1,22%	-0,14%	85,20%
WACC	1,20%	0,65%	3,45%	-3,43%	-2,70%	2,83%	3,23%	55,10%

Sumber : data diolah

Dari tabel diatas dapat dilihat WACC perusahaan yang *listing* di JII selama tahun 2011-2012. Pada tahun 2011 WACC tertinggi terdapat pada triwulan ketiga dengan nilai sebesar 3,05% dan nilai terendah terdapat pada triwulan keempat dengan nilai sebesar -3,43%. Untuk tahun 2012 WACC

tertinggi terdapat pada triwulan keempat dengan nilai sebesar 55,10% dan nilai terendah terdapat pada triwulan pertama dengan nilai sebesar -2,70%.

E. Menghitung *Economic Value Added* (EVA)

Langkah terakhir setelah semua komponen yang dibutuhkan telah diketahui, maka selanjutnya menghitung nilai EVA dari perusahaan yang *listing* dan *delisting* di JII. Berikut adalah hasil perhitungan EVA dari perusahaan yang *listing* di JII pada tahun 2011-2012 :



Tabel 4.13
Economic Value Added (EVA) Perusahaan yang Listing (Jutaan)

Keterangan	2011				2012			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
EBIT	1.060.785	2.109.037	3.195.556	4.418.023	1.219.593	2.663.040	4.148.430	5.876.742
beban pajak	268.669	532.405	797.467	1.106.640	304.366	665.461	1.037.934	1.476.162
NOPAT	792.116	1.576.632	2.398.089	3.311.383	915.227	1.997.579	3.110.496	4.400.580
WACC	-335.451	1.253.557	258.899	338.759	1.450.922	207.931	666.560	-3.372.324
EVA	1.127.567	323.075	2.139.190	2.972.624	-535.695	1.789.648	2.443.936	7.772.904

Sumber : data diolah

Tabel 4.14
Economic Value Added (EVA) Perusahaan yang Delisting di JII (Jutaan)

Keterangan	2011				2012			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
EBIT	309.812	388.464	299.406	-164.033	-24.573	-305.194	-454.499	-639.213
beban pajak	72.109	62.986	13.708	150.567	23.088	93.096	136.411	221.651
NOPAT	237.703	325.478	285.698	-314.600	-47.661	-398.290	-590.910	-860.864
WACC	143.817	83.226	452.118	-526.802	-424.358	438.594	496.143	8.639.622
EVA	93.886	242.252	-166.420	212.202	376.697	-836.884	-1.087.053	-9.500.485

Sumber : data diolah

Gambar 4.1
EVA Perusahaan yang *Listing* di JII Tahun



Sumber : data diolah

Dari hasil perhitungan EVA pada tabel 4.11 dan gambar grafik 4.1 diatas dapat dilihat nilai EVA yang dimiliki perusahaan yang *listing* di JII selama tahun 2011-2012. Perusahaan yang *listing* di JII ini memiliki nilai EVA yang selalu > 0 (positif) yang menandakan bahwa tingkat pengembalian yang yang dihasilkan perusahaan melebihi nilai biaya modal. Hal tersebut menunjukkan bahwa perusahaan mampu menciptakan nilai tambah bagi perusahaan dan para pemegang saham.

Pada tahun 2011 nilai EVA mengalami penurunan pada periode kedua sebesar 71%, dan meningkat pada triwulan ketiga-keempat dengan prosentase kenaikan masing-masing sebesar 85% dan 28%. Kemudian nilai EVA kembali menurun pada triwulan pertama tahun 2012 sebesar 118% dan meningkat lagi pada triwulan kedua-keempat dengan kenaikan masing-masing sebesar 130%, 27% dan 69%.

Kenaikan nilai EVA perusahaan dipengaruhi oleh laba operasi perusahaan yang selalu mengalami kenaikan. Kenaikan laba operasi pada tahun 2011 berturut-turut sebesar 50%, 34% dan 28%. Sedangkan pada tahun

2012 kenaikan laba operasi berturut-turut sebesar 54%, 36% dan 29%. Kenaikan nilai EVA juga dipengaruhi semakin menurunnya nilai WACC setiap periodenya.

Gambar 4.2
EVA Perusahaan yang *Delisting* di JII



Sumber : data diolah

Sedangkan dari tabel 4.12 dan gambar grafik 4.2 memperlihatkan nilai EVA yang dimiliki perusahaan yang *delisting* dari JII selama tahun 2011-2012. Nilai EVA yang dimiliki perusahaan yang *delisting* cenderung menurun dari periode ke periode. EVA negative menandakan bahwa tingkat pengembalian yang dihasilkan perusahaan lebih kecil dibandingkan dengan biaya modal. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan belum mampu menciptakan nilai tambah bagi perusahaan dan para pemegang saham.

Pada triwulan pertama, kedua dan keempat tahun 2011 serta triwulan pertama tahun 2012 perusahaan memiliki nilai EVA > 0 (positif). Hal tersebut disebabkan karena tingkat pengembalian yang dihasilkan perusahaan melebihi biaya modal. EVA mengalami kenaikan pada triwulan kedua dan keempat tahun 2011, serta triwulan pertama tahun 2012. Prosentase kenaikan masing-masing sebesar 61%, 178% dan 44%. Sedangkan prosentase

penurunan di triwulan ketiga pada tahun 2011 yaitu sebesar 169%. Untuk tahun 2012 selama triwulan ketiga-keempat mempunyai prosentase penurunan masing-masing sebesar 145%, 23%, dan 89%.

Penurunan nilai EVA perusahaan pada tahun 2011 disebabkan karena biaya modal melebihi laba operasi. Sedangkan pada tahun 2012 disebabkan karena biaya modal melebihi laba operasi dan laba operasi semakin menurun setiap periodenya. Prosentase penurunan laba operasi selama tahun 2012 berturut-turut yaitu 88%, 33% dan 31%.

Kenaikan dan penurunan nilai EVA dipengaruhi oleh naik dan atau turunnya nilai WACC. Sedangkan kenaikan dan penurunan WACC dapat disebabkan karena dua faktor, yaitu peningkatan atau penurunan nilai K_d (*cost of debt*) atau disebabkan peningkatan atau penurunan K_e (*cost of equity*). Dengan adanya kenaikan dan penurunan nilai WACC maka secara otomatis berpengaruh terhadap perubahan nilai EVA, karena WACC merupakan komponen utama pengurang NOPAT.

4.2.2 Financial Value Added (FVA)

Financial Value Added (FVA) merupakan suatu pengukuran kinerja perusahaan yang terbilang masih baru dikarenakan metode ini belum banyak dikaji. Penggunaan metode ini dalam pengukuran kinerja suatu perusahaan terbilang lebih baik dikarenakan metode ini memasukkan atau mempertimbangkan komponen *fixed asset* dalam menghasilkan keuntungan bersih perusahaan. Rumus yang digunakan untuk menghitung FVA adalah sebagai berikut :

$$FVA = NOPATD - ED$$

Dimana :

$NOPAT = \text{Net Operating after Tax}$

$D = \text{Depreciation}$

$ED = \text{Equivalent Depreciation}$

Equivalent depreciation (ED) merupakan jumlah dari biaya-biaya sederajat dengan beban penyusutan yang ditanggung perusahaan berdasarkan penerimaan output untuk investasi asset. Rumus yang digunakan untuk menghitung ED adalah sebagai berikut :

$$ED = (Q - VC) - (FC(1 - t)) + (t \times D)$$

Dimana :

$Q = \text{Penjualan (rupiah)}$

$FC = \text{Fixed Cost}$

$T = \text{Tingkat pajak}$

$VC = \text{Variabel Cost}$

$D = \text{Depresiasi}$

Dalam menghitung FVA maka terlebih dahulu menghitung ED dengan rumus diatas. Setelah nilai ED telah diperoleh, maka selanjutnya menghitung nilai FVA dengan rumus yang telah disebutkan diatas.

Tabel 4.15
Financial Value Added (FVA) Perusahaan yang Listing di JII (Jutaan)

Keterangan	2011				2012			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
NOPAT	792.116	1.576.632	2.398.089	3.311.383	915.227	1.997.579	3.110.496	4.400.580
D	6.751.704	6.898.148	7.071.425	7.251.046	7.424.197	7.607.541	7.702.770	7.638.064
ED	-183.826	1.519.553	3.167.892	5.207.205	-8.541	2.168.491	4.307.704	6.199.470
FVA	7.727.646	6.955.227	6.301.622	5.355.224	8.347.965	7.436.629	6.505.562	5.839.174

Sumber : data diolah

Tabel 4.16
Financial Value Added (FVA) Perusahaan yang Delisting di JII

Keterangan	2011				2012			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
NOPAT	237.703	325.478	285.698	-314.600	-47.661	-398.290	-590.910	-860.864
D	9.459.063	9.185.632	8.805.325	9.717.708	9.381.606	10.455.462	10.549.751	10.051.391
ED	-1.843.123	-429.634	1.182.609	10.705.876	9.457.600	4.009.361	4.458.916	5.029.955
FVA	11.539.889	9.940.744	7.908.414	-1.302.768	-123.655	6.047.811	5.499.925	4.160.572

Sumber : data diolah

Gambar 4.3
FVA Perusahaan yang *Listing* di JII



Sumber : data diolah

Dari perhitungan FVA pada tabel 4.16 dan gambar 4.3 diatas dapat dilihat nilai FVA yang dimiliki oleh perusahaan yang *listing* di JII selama tahun 2011-2012. Selama tahun 2011-2012 perusahaan memiliki nilai FVA > 0 (positif) apabila dilihat dari rata-rata nilai FVA antara tahun 2011 dan 2012 yang artinya perusahaan mampu menciptakan nilai tambah perusahaan. Akan tetapi, apabila dilihat dari setiap periode triwulan pertama sampai keempat maka nilai FVA mengalami penurunan nilai setiap periode. Pada tahun 2011 FVA perusahaan semakin menurun dari periode ke periode selanjutnya, prosentase penurunan nilai FVA pada triwulan kedua, ketiga dan keempat memiliki nilai masing-masing sebesar 10%, 9% dan 15%. Sedangkan pada tahun 2012 prosentase penurunan secara berturut-turut yaitu sebesar 11%, 13% dan 10%. Hal tersebut disebabkan karena nilai ED setiap periodenya semakin meningkat.

Gambar 4.4
FVA Perusahaan yang *Delisting* di JII



Sumber : data diolah

Sedangkan pada tabel 4.17 dan gambar 4.4 diatas menunjukkan nilai FVA yang dimiliki perusahaan yang *delisting* dari JII selama tahun 2011-2012. Nilai FVA yang dimiliki perusahaan yang *delisting* juga cenderung memiliki nilai FVA yang > 0 (positif) dan menurun setiap periodenya. Penurunan nilai FVA dari triwulan kedua dan ketiga masing-masing sebesar 14% dan 20% yang kemudian pada triwulan keempat nilai FVA perusahaan < 0 (negative) yang disebabkan karena $NOPATD < ED$. Untuk tahun 2012 pada triwulan kedua nilai FVA perusahaan meningkat sebesar 102%, dan menurun pada triwulan ketiga-keempat dengan prosentase penurunan nilai FVA secara berturut-turut sebesar 9% dan 24%. Kenaikan dan penurunan FVA perusahaan disebabkan karena nilai ED lebih besar dibandingkan NOPATD.

4.2.3 *Shareholder Value Added (SVA)*

Shareholder Value Added (SVA) adalah suatu konsep *residual income*, yaitu menghitung laba dengan mengurangi beban untuk modal dari pendapatan operasional. SVA dihitung dengan menggunakan rumus berikut :

$$SVA = (\sum PV h + PV) - (\sum PV h + PV)^1$$

Masa proyeksi adalah setahun yaitu tahun 2013 dengan empat periode yaitu periode triwulan pertama, kedua, ketiga dan keempat. Untuk membuat proyeksi arus kas dibutuhkan adanya skenario prosentase *sales growth*, *operating profit margin*, *cash tax rate*, *incremental fixed asset capital* dan *incremental working capital*. Prosentase tersebut diperoleh dari hasil trend selama tahun 2011-2012. Dan WACC atau biaya modal yang digunakan untuk mendiskontokan arus kas adalah WACC pada triwulan keempat tahun 2012. Berikut adalah proyeksi arus untuk perusahaan yang *listing* dan *delisting* di JII selama tahun 2011-2012.

4.2.3.1 Skenario Proyeksi Arus Kas

Skenario proyeksi arus kas perusahaan yang *listing* dan *delisting* di JII :

Keterangan	<i>Listing</i>	<i>Delisting</i>
Sales (2012)	17.290.337	22.116.915
Sales Growth	41%	40%
Operating Profit Margin	43%	-8%
Cash tax rate	25%	-69%
Incremental Fixed Assed Capital	2%	4%
Incremental Working Capital	7%	-12%
WACC	4,9%	5,98%

Sumber : data diolah

Tabel 4.17

Proyeksi Arus Kas Perusahaan *Listing* (Jutaan)

Keterangan	2013			
	I	II	III	IV
<i>Forecast Sale</i>	24.379.375	34.374.919	48.468.636	68.340.776
<i>Operating Profit</i>	10.483.131	14.781.215	20.841.513	29.386.534
<i>Cash Taxes</i>	2.515.952	3.695.304	5210378	7346633
NOPAT	7.967.179	11.085.911	15.631.135	22.039.900
<i>Incremental Fixed Asset Capital</i>	316.276	322.602	329.054	335.635
<i>Incremental Working Capital</i>	1.077.917	1.149.643	1.226.142	1.307.732
Total Investment	1.394.193	1.472.245	1.555.196	1.643.367
<i>Free Cash Flow</i>	6.572.986	9.613.666	14.075.939	20.396.533
<i>PV Free Cash Flow</i>	6.244.336	8.652.299	11.964.548	16.317.227
<i>Cumulative PV FCF</i>	6.244.336	14.896.636	26.861.183	43.178.410
<i>Residual Value</i>	-48.045.125	-66.852.270	-94.261.700	-132.908.998
<i>PV Residual Value</i>	-45.642.869	-60.167.043	-80.122.445	-106.327.198
<i>Cumulative PV CFC + PV Residual Value</i>	-39.398.533	-45.270.407	-53.261.262	-63.148.788
SVA		-5.871.874	-7.990.885	-9.887.526

Sumber : data diolah

Gambar 4.5
SVA Perusahaan yang *Listing* di JII



Sumber : data diolah

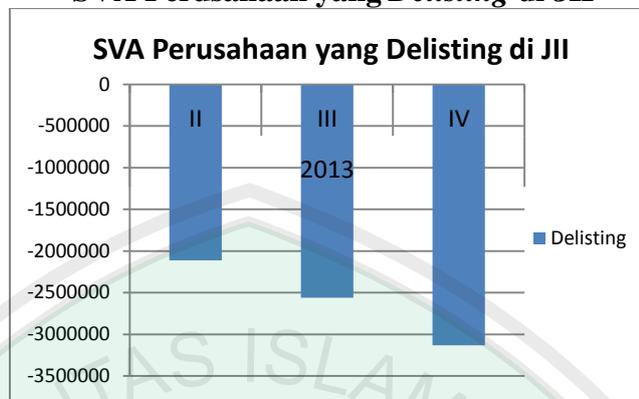
Dari perhitungan pada tabel 4.17 dan gambar 4.5 diatas menunjukkan perolehan nilai SVA perusahaan yang *listing* di JII yang semakin menurun setiap periodenya. Pada periode triwulan kedua SVA yang dimiliki perusahaan sebesar - 5.871.874 dan menurun pada triwulan ketiga sebesar 27% menjadi -7.990.855 dan menurun kembali pada triwulan keempat sebesar 19% menjadi -9.887.526.

Tabel 4.18
Proyeksi Arus Kas Perusahaan *Delisting* (Jutaan)

Keterangan	2013			
	I	II	III	IV
<i>Forecast Sale</i>	30.963.681	43.349.153	60.688.815	84.964.341
<i>Operating Profit</i>	-2.477.094	-3.467.932	-4.855.105	-6.797.147
<i>Cash Taxes</i>	1.721.018	2.409.425	3.373.195	4.722.473
NOPAT	-756.077	-1.058.507	-1.481.910	-2.074.674
<i>Incremental Fixed Asset Capital</i>	928.080	965.203	1.003.811	1.043.963
<i>Incremental Working Capital</i>	-174.247	-153.872	-135.879	-119.990
Total Investment	753.833	811.331	867.932	923.973
<i>Free Cash Flow</i>	-1.509.910	-1.869.839	-2.349.842	-2.998.647
<i>PV Free Cash Flow</i>	-1.434.414	-1.682.855	-1.997.366	-2.398.918
<i>Cumulative PV FCF</i>	-1.434.414	-3.117.269	-5.114.635	-7.513.552
<i>Residual Value</i>	-1.387.461	-1.942.445	-2.719.423	-3.807.192
<i>PV Residual Value</i>	-1.318.088	-1.748.200	-2.311.509	-3.045.754
<i>Cumulative PV CFC + PV Residual Value</i>	-2.752.502	-4.865.469	-7.426.144	-10.559.306
SVA		-2.112.967	-2.560.675	-3.133.162

Sumber : data diolah

Gambar 4.6
SVA Perusahaan yang *Delisting* di JII



Sumber : data diolah

Dari perhitungan pada tabel 4.18 dan grafik 4.6 diatas menunjukkan perolehan nilai SVA perusahaan yang *delisting* di JII yang mengalami penurunan setiap periodenya. Pada periode triwulan kedua SVA yang dimiliki perusahaan sebesar -2.122.967 dan menurun pada triwulan ketiga sebesar 17% menjadi -2.560.675 dan kembali menurun pada triwulan keempat sebesar 18% menjadi -3.133.162.

4.2.4 Uji Statistik

4.2.4.1 Uji Normalitas

Uji normalitas data dengan menggunakan program SPSS 16.0 *for windows* pada kinerja keuangan perusahaan yang *listing* di JII. Uji normalitas ini menggunakan uji *Kolmogorov-Smirnov*. Berikut adalah hasil uji *Kolmogorov-Smirnov* pada perusahaan yang *listing* berdasarkan ketiga metode pendekatan yang digunakan :

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		EVA Listing	FVA Listing	SVA Listing
N		8	8	3
Normal Parameters ^a	Mean	2.25E6	6.81E6	-7.92E6
	Std. Deviation	2.508E6	1.002E6	2.009E6
Most Extreme Differences	Absolute	.262	.119	.181
	Positive	.262	.119	.181
	Negative	-.133	-.110	-.179
Kolmogorov-Smirnov Z		.742	.336	.314
Asymp. Sig. (2-tailed)		.641	1.000	1.000

a. Test distribution is Normal.

Sumber : Data diolah

Dari hasil pengujian statistik diatas, diperoleh nilai signifikansi dari masing-masing metode pengukuran kinerja keuangan pada perusahaan yang *listing* di JII. Nilai signifikansi yang dimiliki ketiga metode diatas adalah lebih besar dari 0.05 dan masing-masing nilai tersebut adalah EVA $0.641 > 0.05$; FVA $1.000 > 0.05$; SVA $1.000 > 0.05$. Maka dari hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa asumsi normalitas data terpehuni.

Selanjutnya adalah Uji normalitas yang dilakukan pada data kinerja keuangan perusahaan yang *delisting* dari JII. Berikut hasil pengujiannya :

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		EVA delisting	FVA delisting	SVA delisting
N		8	8	3
Normal Parameters ^a	Mean	-1.33e6	5.46E6	-2.60E6
	Std. Deviation	3.342#B	4.504E6	5.114E5
Most Extreme Differences	Absolute	.404	.142	.199
	Positive	.304	.142	.184
	Negative	-.404	-.137	-.199
Kolmogorov-Smirnov Z		1.144	.403	.345
Asymp. Sig. (2-tailed)		.146	.997	1.000

a. Test distribution is Normal.

Sumber : data diolah

Dari hasil pengujian statistik diatas, diperoleh nilai signifikansi dari masing-masing metode pengukuran kinerja keuangan pada perusahaan yang *delisting* di JII. Nilai signifikansi yang dimiliki ketiga metode diatas adalah lebih besar dari 0.05 dan masing-masing nilai tersebut adalah EVA $0.146 > 0.05$; FVA $0.997 > 0.05$; SVA $1.000 > 0.05$. Maka dari hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa asumsi normalitas data terpenuhi.

4.2.4.2 Uji Beda *Independent Sampel T-Test*

Setelah pengujian normalitas masing-masing metode terpenuhi, maka langkah selanjutnya adalah dengan melakukan uji beda statistic yaitu menggunakan uji t atau *Independent Sample T-Test*. Tujuan dari uji t ini adalah untuk menguji hipotesis yang telah diajukan, yaitu :

Ho = Tidak terdapat perbedaan kinerja keuangan perusahaan yang *listing* dan *delisting* di JII.

Ha = Terdapat perbedaan kinerja keuangan perusahaan yang *listing* dan *delisting* di JII.

1. *Economic Value Added* (EVA)

Berikut adalah hasil perhitungan uji beda independent t-test pada perusahaan yang *listing* dan *delisting* dengan metode *Economic Value Added* (EVA) :

Group Statistics					
	Kondisi	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
EVA	Listing	8	2.25E6	2507683.116	886599.868
	Delisting	8	-1.33E6	3342442.997	1181732.054

Independent Samples Test

		EVA	
		Equal variances assumed	Equal variances not assumed
Levene's Test for Equality of Variances	F	.155	
	Sig.	.699	
t-test for Equality of Means	T	2.428	2.428
	Df	14	12.984
	Sig. (2-tailed)	.029	.030
	Mean Difference	3587381.750	3587381.750
	Std. Error Difference	1477345.584	1477345.584
	95% Confidence Interval of the Difference		
	Lower	418790.608	395378.409
	Upper	6755972.892	6779385.091

Sumber : data diolah

Untuk melakukan uji t test maka terlebih dahulu dilakukan uji kesamaan varian (homogenitas) dengan F test (*Levene's test*), artinya jika varian sama maka uji t menggunakan *Equal Variance Assumed* (diasumsikan varian sama) dan jika varian berbeda menggunakan *Equal Variance Not Assumed* (diasumsikan varian berbeda).

Berdasarkan tabel diatas dapat diketahui nilai signifikansi (*Levene's test for equality of variance*) adalah 0.699 lebih besar dari 0.05 maka disimpulkan bahwa kedua varian sama. Dengan ini penggunaan uji t menggunakan *equal variance assumed* (diasumsikan kedua varian sama).

Dari hasil pengujian *Independent Sample T-Test* diatas dapat diketahui bahwa nilai signifikansi (*equal variance assumed*) dari perbandingan kinerja keuangan perusahaan yang *listing* dan *delisting* di JII diatas lebih kecil dari 0.05 ($0.029 < 0.05$). Hal tersebut mengindikasikan bahwa terdapat perbedaan antara

kinerja keuangan perusahaan yang *listing* dan *delisting* jika dihitung dengan menggunakan metode *economic value added* (EVA).

2. Financial Value Added (FVA)

Berikut adalah hasil perhitungan uji beda independent t-test pada perusahaan yang *listing* dan *delisting* dengan metode *Financial Value Added* (FVA) :

Kondisi	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
FVA Listing	8	6.81E6	1002223.053	354339.359
FVA Delisting	8	5.46E6	4503723.871	1592306.845

		FVA	
		Equal variances assumed	Equal variances not assumed
Levene's Test for Equality of Variances	F	7.476	
	Sig.	.016	
t-test for Equality of Means	T	.827	.827
	Df	14	7.692
	Sig. (2-tailed)	.422	.433
	Mean Difference	1.349.764,625	1.349.764,625
	Std. Error Difference	1.631.256,408	1.631.256,408
	95% Confidence Interval of the Difference		
	Lower	-2.148.932	-2.438.336
	Upper	4.848.462	5.137.865

Sumber : data diolah

Berdasarkan tabel diatas dapat diketahui nilai signifikansi (*Levene's test for equality of variance*) adalah 0.016 lebih kecil dari 0.05 maka disimpulkan bahwa kedua varian tidak sama. Dengan ini penggunaan uji t menggunakan *equal variance not assumed* (diasumsikan kedua varian tidak sama).

Dari hasil pengujian *Independent Sample T-Test* diatas dapat diketahui bahwa nilai signifikansi (*equal variance assumed*) dari perbandingan kinerja keuangan perusahaan yang *listing* dan *delisting* diatas lebih besar dari 0.05 ($0.433 > 0.05$). Hal tersebut mengindikasikan bahwa tidak terdapat perbedaan antara kinerja keuangan perusahaan yang *listing* dengan kinerja keuangan perusahaan yang *delisting* jika dihitung dengan menggunakan metode *Financial Value Added* (FVA).

3. *Shareholder Value Added* (SVA)

Berikut adalah hasil perhitungan uji beda independent t-test pada perusahaan yang *listing* dan *delisting* dengan metode *Shareholder Value Added* (SVA) :

Group Statistics

Kondisi	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
SVA listing	3	-7.92E6	2008851.344	1159810.865
SVA delisting	3	-2.60E6	511367.718	295238.289

Independent Samples Test

		SVA	
		Equal variances assumed	Equal variances not assumed
Levene's Test for Equality of Variances	F	2.313	
	Sig.	.203	
t-test for Equality of Means	T	-4.441	-4.441
	Df	4	2.258
	Sig. (2-tailed)	.111	.138
	Mean Difference	-5314483.667	-5314483.667
	Std. Error Difference	1196798.600	1196798.600
	95% Confidence Interval of the Difference		
		lower	-8637329.282
		upper	-9938999.917
			-1991638.052
			-689967.416

Sumber : data diolah

Berdasarkan tabel diatas dapat diketahui nilai signifikansi (*Levene's test for equality of variance*) adalah 0.203 lebih besar dari 0.05 maka disimpulkan bahwa kedua varian sama. Dengan ini penggunaan uji t menggunakan *equal variance assumed* (diasumsikan kedua varian sama).

Dari hasil pengujian *Independent Sample T-Test* diatas dapat diketahui bahwa nilai signifikansi (*equal variance assumed*) dari perbandingan kinerja keuangan perusahaan yang *listing* dan *delisting* diatas lebih kecil dari 0.05 ($0.111 > 0.05$). Hal tersebut mengindikasikan bahwa tidak terdapat perbedaan antara kinerja keuangan perusahaan yang *listing* dengan kinerja keuangan perusahaan yang *delisting* jika dihitung dengan menggunakan metode *Shareholder Value Added (SVA)*.

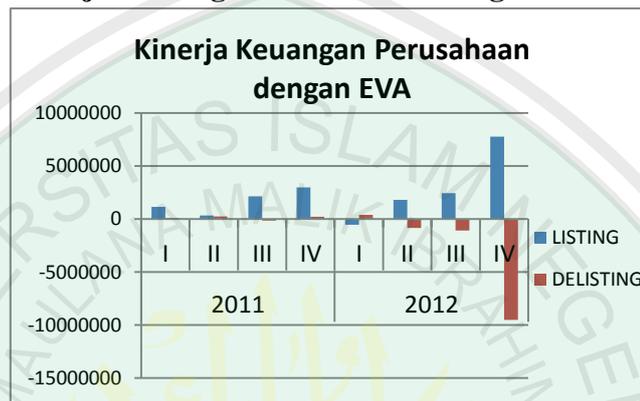
4.2.5 Interpretasi Hasil Pembahasan

Bagi setiap perusahaan, menciptakan nilai tambah perusahaan merupakan suatu hal yang sangat penting. Hal tersebut berkaitan erat dengan tanggungjawab perusahaan yang tidak hanya pada para pemilik modal saja akan tetapi juga tanggungjawab kepada para seluruh *stakeholder*. Dengan adanya tanggungjawab tersebut maka perusahaan dituntut untuk mampu menciptakan nilai tambah dengan cara memaksimalkan nilai perusahaan.

Salah satu indikator penting yang dapat digunakan untuk menilai kinerja keuangan perusahaan adalah *Economic Value Added (EVA)*. EVA merupakan salah satu metode penilaian yang berbasis nilai yang mempertimbangkan biaya modal dalam usaha memperoleh keuntungan bersih perusahaan. EVA juga berhubungan langsung dengan nilai pasar sebuah perusahaan dan kinerja

manajemen. Perusahaan dapat melihat seberapa baik kinerja keuangannya dengan cara melihat seberapa besar nilai tambah (EVA) yang diciptakan oleh perusahaan tersebut.

Gambar 4.7
Kinerja Keuangan Perusahaan dengan EVA



Sumber : data diolah

Dari hasil perhitungan pada tabel 4.1 sampai 4.14 dan pada gambar 4.7 diatas tercermin nilai EVA yang dimiliki perusahaan yang *listing* dan *delisting* dari JII selama tahun 2011-2012. Perusahaan yang *listing* memiliki nilai EVA yang cenderung positif ($EVA > 0$). Pada tahun 2011 nilai EVA mengalami penurunan pada periode kedua sebesar 71%, dan meningkat pada triwulan ketiga-keempat dengan prosentase kenaikan masing-masing sebesar 85% dan 28%. Kemudian nilai EVA kembali menurun pada triwulan pertama tahun 2012 sebesar 118% dan meningkat lagi pada triwulan kedua-keempat dengan kenaikan masing-masing sebesar 130%, 27% dan 69%.

Sedangkan EVA yang dimiliki perusahaan yang *delisting* dari JII selama tahun 2011-2012 cenderung menurun dari periode ke periode selanjutnya. Perusahaan ini selalu banyak memiliki nilai EVA yang < 0 (negative) yang menandakan bahwa tingkat pengembalian yang dihasilkan perusahaan lebih kecil

dibandingkan dengan biaya modal, hanya pada triwulan keempat tahun 2011 saja EVA mendapatkan nilai > 0 .

Pada triwulan pertama, kedua dan keempat tahun 2011 serta triwulan pertama tahun 2012 perusahaan memiliki nilai EVA > 0 (positif). Hal tersebut disebabkan karena tingkat pengembalian yang dihasilkan perusahaan melebihi biaya modal. EVA mengalami kenaikan pada triwulan kedua dan keempat tahun 2011, serta triwulan pertama tahun 2012. Prosentase kenaikan masing-masing sebesar 61%, 178% dan 44%. Sedangkan prosentase penurunan di triwulan ketiga pada tahun 2011 yaitu sebesar 169%. Untuk tahun 2012 selama triwulan ketiga-keempat mempunyai prosentase penurunan masing-masing sebesar 145%, 23%, dan 89%.

Kenaikan nilai EVA perusahaan yang *listing* dipengaruhi nilai beta yang lebih besar yang mengakibatkan nilai biaya modal ekuitas (Ke) menjadi naik sehingga nilai WACC juga semakin tinggi. Meskipun biaya modal (WACC) semakin tinggi setiap periodenya akan tetapi laba operasi yang dihasilkan perusahaan selalu melebihi biaya modal (WACC) perusahaan

Sedangkan penurunan nilai EVA yang terjadi pada perusahaan yang *delisting* disebabkan karena laba operasi yang dihasilkan perusahaan lebih rendah dibandingkan biaya modal (WACC) perusahaan. Dengan adanya kenaikan dan penurunan nilai WACC maka secara otomatis berpengaruh terhadap perubahan nilai EVA, karena WACC merupakan komponen utama pengurang NOPAT.

Berdasarkan arahan DSN-MUI dan peraturan yang telah ditetapkan oleh Bapepam-LK nomor IX.A.13 tentang Penerbitan Efek Syariah, menyebutkan

bahwa suatu badan usaha yang memenuhi syariat islam dan bisa tergabung dalam *Jakarta Islamic Index* (JII) salah satunya adalah dilihat dari rasio keuangan. Dimana dalam peraturan tersebut disebutkan bahwa total hutang yang berbasis bunga dbandingkan total ekuitas tidak lebih dari 45% : 55% serta total pendapatan bunga dan pendapatan tidak halal lainnya dibandingkan dengan total pendapatan (*revenue*) tidak lebih dari 10%.

Berdasarkan peraturan tersebut, untuk perusahaan yang *listing* dan perusahaan yang *delisting* apabila dilihat dari langkah perhitungan dalam memperoleh nilai EVA salah satunya adalah dengan menghitung struktur modal untuk mengetahui proporsi hutang dan ekuitas yang dimiliki oleh perusahaan. Dari perhitungan tersebut dapat diketahui bahwa perbandingan hutang atas modal yang dimiliki perusahaan yang *listing* sebesar 5% : 95% dan total pendapatan bunga atas total pendapatan tidak melebihi 10%. Sedangkan untuk perusahaan yang *delisting* diperoleh perbandingan hutang atas modal sebesar 40% : 60%. Meskipun dalam perbandingannya masih sesuai dengan kriteria perusahaan yang bisa tergabung dalam JII yaitu hutang atas modal tidak melebihi 45% : 55%, akan tetapi perusahaan ini (BRPT) tidak dapat tergabung dalam JII pada periode *screening* kedua dikarenakan perusahaan lainnya mempunyai perbandingan hutang atas modal yang lebih kecil dari perusahaan yang *delisting*. Hal tersebut mengindikasikan bahwa perusahaan INTP memang layak tergabung (*listing*) dalam *Jakarta Islamic Index* (JII) selama empat kali periode *screening* (selama 2011-2012), sedangkan perusahaan yang *delisting* (BRPT) hanya tergabung dalam sekali periode *screening* dan kemudian *delisting* (selama 2011-2012).

Perbedaan kinerja keuangan perusahaan antara perusahaan yang *listing* dan perusahaan yang *delisting* terjadi karena apabila dilihat dari perbandingan NOPAT (laba operasi) dan WACC (biaya modal) yang dimiliki kedua perusahaan (*listing* dan *delisting*), NOPAT yang dihasilkan perusahaan yang *listing* lebih besar dibandingkan dengan WACC perusahaan tersebut. Hal tersebut yang memicu perusahaan mendapatkan nilai EVA yang cenderung positif dan semakin meningkat. Sedangkan NOPAT yang dihasilkan perusahaan yang *delisting* lebih kecil dibandingkan WACC perusahaan tersebut sehingga menyebabkan nilai EVA perusahaan cenderung semakin menurun.

Selain penyebab diatas, terdapat hal lain yang menyebabkan kinerja keuangan perusahaan yang *listing* dan *delisting* itu berbeda. Hal ini ditinjau dari segi kriteria yang telah ditetapkan oleh DSN-MUI dan Bapapepam-LK seperti disebutkan diatas. Dari uraian diatas dapat disimpulkan bahwa perbedaan kinerja keuangan disebabkan karena perbandingan total hutang atas modal perusahaan yang *listing* lebih kecil daripada total hutang atas modal perusahaan yang *delisting*.

Sedangkan hal lain yang paling mendasar yang mencerminkan perbedaan kinerja keuangan perusahaan yang *listing* dengan perusahaan yang *delisting* adalah hasil uji hipotesis yang dilakukan dengan uji beda *Independent Sampel T-Test* pada SPSS 16.0 *for windows*. Penarikan kesimpulan bisa dilakukan dengan membandingkan nilai signifikansi (Sig.) pengujian dengan alpha 5%. Jika nilai signifikansi lebih kecil dari 5%, maka H_0 ditolak, dan jika nilai signifikansi lebih besar dari 5%, maka H_0 diterima.

Dari hasil uji beda dengan menggunakan statistik, didapatkan hasil bahwa nilai signifikansi EVA sebesar 0.029 yaitu lebih kecil dari nilai alpha 0.05 ($0.029 < 0.05$) maka H_0 ditolak dan H_a diterima. Artinya, terdapat perbedaan kinerja keuangan antara perusahaan yang *listing* dengan perusahaan yang *delisting* jika menggunakan metode pendekatan *Economic Value Added* (EVA)

Gambar 4.8
Kinerja Keuangan Perusahaan dengan FVA



Sumber : data diolah

Indikator selanjutnya yang digunakan untuk mengukur kinerja keuangan perusahaan yang *listing* dan *delisting* adalah *Financial Value Added* (FVA). Jika EVA mempertimbangkan biaya modal dalam memperoleh nilai tambah perusahaan, maka FVA mempertimbangkan komponen *fixed asset* dalam memperoleh nilai tambah perusahaan atau untuk menghasilkan keuntungan bersih perusahaan.

Dari hasil perhitungan pada tabel 4.15 dan 4.16 serta gambar grafik 4.8 diatas tercermin nilai *Financial Value Added* (FVA) yang dimiliki perusahaan yang *listing* dan *delisting* selama tahun 2011-2012. Selama tahun 2011-2012 perusahaan yang *listing* dan *delisting* memiliki nilai FVA yang selalu positif ($FVA > 0$). Diperolehnya nilai $FVA > 0$ tersebut disebabkan karena NOPATD

lebih besar dari ED. Yang artinya, penggunaan asset kedua perusahaan tersebut sama besar dalam kegiatan memperoleh keuntungan bersih perusahaan. Pada perusahaan yang *listing* rata-rata nilai FVA meningkat dari tahun 2011 ke tahun 2012 sebesar 6,4%, sedangkan pada perusahaan yang *delisting* rata-rata nilai FVA menurun dari tahun 2011 ke tahun 2012 sebesar 45%, akan tetapi nilai FVA masih dalam kondisi positif ($FVA > 0$).

Kenaikan ataupun penurunan nilai FVA perusahaan dipengaruhi oleh besar kecilnya depresiasi. Dimana depresiasi tersebut mencerminkan besar kecilnya penggunaan asset tetap perusahaan. Semakin tinggi nilai FVA, maka mencerminkan semakin besar penggunaan asset tetap perusahaan. Pada tahun 2011 FVA yang dimiliki perusahaan yang *delisting* lebih besar dibandingkan FVA perusahaan yang *listing*. Hal ini disebabkan nilai depresiasi perusahaan *delisting* lebih besar, yang artinya penggunaan asset perusahaan memiliki peran yang lebih besar dalam penciptaan nilai tambah. Dan sebaliknya, pada tahun 2012 FVA perusahaan yang *listing* lebih besar. Meskipun nilai FVA perusahaan *delisting* sempat menurun, akan tetapi jika dilihat selama tahun 2011-2012 nilai FVA perusahaan *delisting* hampir sama dengan nilai FVA perusahaan yang *listing*. Hal ini disebabkan karena kedua perusahaan tersebut bergerak dalam satu sektor, sehingga dimungkinkan memiliki asset yang hampir sejenis yang menyebabkan depresiasi dari asset kedua perusahaan tersebut hampir sama.

Dari hasil perhitungan yang telah dilakukan, hasil FVA yang diperoleh antara perusahaan yang *listing* dengan perusahaan yang *delisting* memiliki rata-

rata nilai FVA yang sama-sama positif. Hal tersebut mengindikasikan bahwa tidak terdapat perbedaan antara kinerja keuangan keduanya.

Apabila dilihat dari pengujian hipotesis yang dilakukan dengan uji beda *Independent Sampel T-Test*, nilai tingkat signifikansi FVA yang diperoleh lebih besar dari 0,05 ($0,443 > 0,05$) yaitu H_0 diterima dan H_a ditolak. Yang berarti bahwa tidak terdapat perbedaan antara perusahaan yang *listing* dengan perusahaan yang *delisting* jika menggunakan metode pendekatan *Financial Value Added* (FVA).

Gambar 4.9
Kinerja Keuangan Perusahaan dengan SVA



Sumber : data diolah

Dan indikator penting yang digunakan untuk mengukur kinerja keuangan yang terakhir yaitu dengan menggunakan metode *Shareholder Value Added* (SVA) yang dalam penciptaan nilai tambah bagi perusahaan menggunakan proyeksi arus kas.

Berdasarkan perhitungan dari perhitungan nilai SVA pada tabel 4.17 dan 4.18 serta pada gambar grafik 4.9 diatas tercermin nilai SVA yang dimiliki perusahaan yang *listing* dan *delisting* selama masa proyeksi setahun yakni pada tahun 2013. Grafik diatas menggambarkan nilai SVA yang dimiliki perusahaan

yang *listing* semakin menurun setiap periodenya. Pada periode triwulan kedua SVA yang dimiliki perusahaan sebesar -5.871.874 dan menurun pada triwulan ketiga sebesar 27% menjadi -7.990.855 dan menurun kembali pada triwulan keempat sebesar 19% menjadi -9.887.526.

Begitupun nilai SVA dari perusahaan yang *delisting* selalu mengalami penurunan setiap periodenya. Pada periode triwulan kedua SVA yang dimiliki perusahaan sebesar -2.122.967 dan menurun pada triwulan ketiga sebesar 17% menjadi -2.560.675 dan kembali menurun pada triwulan keempat sebesar 18% menjadi -3.133.162.. Hal ini mengindikasikan bahwa nilai SVA perusahaan dari perusahaan yang *listing* dan *delisting* tidak terdapat perbedaan dimasa depan berdasarkan proyeksi arus kas yang dimiliki.

Besar kecilnya nilai SVA yang diperoleh perusahaan dipengaruhi oleh besar kecilnya prosentase trend *sales growth* yang merupakan gambaran kinerja keuangan dimasa lalu. Perbedaan prosentase trend *sales growth* dari kedua perusahaan tersebut dikarenakan pangsa pasar dari kedua perusahaan tersebut berbeda, yang menyebabkan proyeksi penjualannya berbeda. Akan kinerja keuangan perusahaan yang dihitung dengan metode SVA menunjukkan hasil bahwa tidak terdapat perbedaan kinerja keuangan diantara keduanya. Hal tersebut disebabkan karena perusahaan yang *listing* memiliki nilai WACC negative. Sedangkan pada perusahaan *delisting* indikator lainnya seperti *tax rate*, *OPM*, dan *Incremental Working Capital* memiliki nilai negative juga, sehingga mengakibatkan nilai SVA dari kedua perusahaan menjadi negative.

Apabila dilihat dari pengujian hipotesis yang dilakukan dengan uji beda *Independent Sampel T-Test*, nilai tingkat signifikansi SVA yang diperoleh lebih kecil dari 0,05 ($0,111 > 0,05$) yaitu H_0 diterima dan H_a ditolak. Yang berarti bahwa tidak terdapat perbedaan antara kinerja keuangan perusahaan yang *listing* dengan perusahaan yang *delisting* jika menggunakan metode pendekatan *Shareholder Value Added* (SVA).

Implikasi yang dapat diperoleh dari penelitian ini adalah penelitian ini dapat dijadikan bahan acuan perusahaan dalam memperbaiki, mempertahankan dan meningkatkan kinerja keuangan perusahaan agar dapat memakmurkan para *stakeholder* dan perusahaan itu sendiri dengan lebih baik. Serta penelitian ini juga dapat dijadikan bahan acuan bagi para investor dalam mempertimbangkan suatu keputusan investasi pada sebuah perusahaan, khususnya pada perusahaan yang tergabung dalam *Jakarta Islamic Index* (JII) karena saham-saham tersebut merupakan saham unggulan, aktif dengan kapitalisasi pasar tertinggi dan dipilih dari tingkat likuiditas. Sehingga dapat dipastikan bahwa saham yang tergabung dalam JII mampu memberikan keuntungan yang cukup aktif.