

MODEL TERBAIK DALAM MEMREDIKSI RETURN: RETURN ON EQUITY (ROE) ATAU ECONOMIC VALUE ADDED (EVA)

Judo Triatmojo

PT Bank Mandiri (Persero) Tbk.

Menara Mandiri Lt 5 Plaza Bapindo

Jl Jend Sudirman Kav 54-55 Jakarta Selatan 12190

HP. +6281393530493 / +6281328897343

email: judo3atmojo@gmail.com/anangsucahyo@yahoo.com

Abstrak

Penelitian ini menguji model terbaik dalam memprediksi *return* antara *Return on Equity* atau *Economic Value Added* dengan menggunakan data 5 negara di Asia Tenggara, yaitu Indonesia, Malaysia, Philipina, Singapura dan Thailand selama 5 tahun dari tahun 2005-2009. Pengujian menggunakan regresi linier dengan mengadopsi model Chen dan Zhang (2007). Hasil penelitian menunjukkan secara parsial *Return on Equity* lebih baik dalam memprediksi *return* dibandingkan dengan *Economic Value Added*, kecuali untuk tahun 2006. Selanjutnya dari analisis tiap-tiap negara menunjukkan bahwa secara parsial *Return on Equity* lebih baik dalam memprediksi *return* dibandingkan *Economic Value Added* untuk negara Philipina dan Singapura

Kata kunci: *return, return on equity, economic value added*

Abstract

In this research examines a better return pemrediksi between Return on Equity and Economic Value Added by using the 5 countries in Southeast Asia, namely Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore and Thailand for 5 years from 2005-2009. Analyzed use linier regression with adoption Chen and Zhang (2007) model. From the results of this study concluded that in partially, Return on Equity is better to predicting return as compared to Economic Value Added, except for 2006. Furthermore, from analyzed every countries show that in partially, Return on Equity is better to predicting return as compared to Economic Value Added for Philipina and Singapore.

Keywords: return, return on equity, economic value added

PENDAHULUAN

Pasar modal merupakan sarana untuk melakukan investasi yaitu memungkinkan para pemodal (investor) untuk melakukan diversifikasi

investasi, membentuk portofolio sesuai dengan risiko yang bersedia mereka tanggung dan tingkat keuntungan yang diharapkan. Investasi pada

sekuritas juga bersifat likuid (mudah diubah menjadi kas). Oleh karena itu, penting bagi suatu perusahaan untuk selalu memerhatikan kepentingan para pemilik modal dengan jalan memaksimalkan nilai perusahaan, karena nilai perusahaan merupakan ukuran keberhasilan atas pelaksanaan fungsi-fungsi keuangan. Peningkatan nilai perusahaan akan berdampak positif pada nilai pemegang saham.

Bagi calon investor yang rasional, keputusan investasi dalam suatu usaha harus didahului oleh suatu proses analisis terhadap variabel yang diperkirakan akan memengaruhi harga suatu saham. Hal ini disebabkan oleh sifat saham yang sangat peka terhadap perubahan-perubahan yang terjadi, baik perubahan kondisi pasar uang, kinerja ekonomi maupun situasi politik dalam negeri.

Harga suatu saham di lantai bursa dipengaruhi oleh beberapa faktor, baik faktor internal maupun faktor eksternal. Faktor internal yang dimaksud adalah faktor yang berasal dari dalam perusahaan, misalnya kinerja keuangan, kinerja manajemen, kondisi perusahaan dan prospek perusahaan. Sedangkan, faktor eksternal yaitu informasi ekonomi, politik dan kondisi pasar. Isu-isu yang beredar suatu saat pun menjatuhkan harga saham perusahaan. Namun kondisi keuangan dan kinerja pada umumnya masih mempunyai pengaruh yang dominan terhadap pembentukan harga saham.

Umumnya investor mengukur kinerja perusahaan berdasarkan kemampuan perusahaan dalam mengelola sumber daya yang dimiliki untuk menghasilkan keuntungan (laba) (Ball & Brown, 1968). Penilaian kinerja keuangan perusahaan yang digunakan untuk mengukur tingkat kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari investasi yang dilakukan disebut sebagai rasio *profitabilitas* (Wright, 1967). Tingkat *profitabilitas* pada analisis fundamental biasanya secara tradisional diukur dari beberapa aspek, yaitu *Return on Sales* (ROS), *Earning per Share* (EPS), *Return on Asset* (ROA) maupun *Return on Equity* (ROE).

Selain itu para manajer juga menyadari adanya kelemahan pada alat ukur akuntansi tradisional tersebut. Kelemahan alat ukur tradisional sebagai pengukur penciptaan nilai, bahwa alat ukur tersebut mengabaikan adanya biaya modal, sehingga sulit untuk mengetahui apakah suatu perusahaan telah menciptakan nilai atau tidak. Alat ukur tradisional juga dapat memberikan kesimpulan yang *misleading*.

Didorong oleh adanya ketidakpuasan atas lemahnya metode penilaian yang ada dan juga kelemahan-kelemahan lain yang disebabkan oleh mitos pasar serta ukuran-ukuran akuntansi yang seringkali menyesatkan, maka analisis keuangan dari Stern Steward & Co. di New York City mencetuskan konsep yang disebut *Economic Value Added* (EVA). EVA secara sederhana didefinisikan sebagai laba operasi setelah pajak dikurangi dengan biaya modal (*cost of capital*) dari seluruh modal yang dipergunakan untuk menghasilkan laba (Mirza, 1997). EVA secara eksplisit memperhitungkan biaya modal atas ekuitas, besarnya tingkat biaya modal atas ekuitas adalah lebih tinggi daripada tingkat biaya modal atas hutang. Kenyataan ini sering diabaikan oleh banyak perusahaan dewasa ini karena banyak yang menganggap bahwa dana ekuitas yang diperoleh dari pasar modal adalah dana murah yang tidak perlu dikompensasikan dengan tingkat pengembalian yang tinggi.

Anggapan bahwa dana ekuitas adalah dana murah antara lain karena tidak memperhitungkan biaya modal ekuitas dalam laporan laba rugi sehingga seolah-olah dana ekuitas tersebut adalah gratis. Penggunaan EVA yang secara eksplisit memasukkan biaya modal atas ekuitas akan mengubah pandangan bahwa dana ekuitas adalah dana murah dan memaksa perusahaan-perusahaan untuk selalu berhati-hati dalam menentukan struktur modalnya. Selain itu, dengan menggunakan konsep EVA maka manajemen dipaksa untuk mengetahui beberapa *true cost of capital* dari bisnisnya sehingga tingkat pengembalian bersih dari modal dapat diperlihatkan

dengan jelas dan berapa jumlah sebenarnya dari modal yang diinvestasikan ke dalam bisnis dengan tidak terpaku pada aturan-aturan akuntansi yang memperlakukan investasi seperti biaya penelitian dan pengembangan, serta pelatihan karyawan sebagai *expense*. Penelitian ini menguji model yang lebih baik dalam memprediksi *return* mana yang lebih baik antara ROE dan EVA dengan menggunakan data 5 negara di Asia Tenggara, yaitu Indonesia, Malaysia, Philipina, Singapura dan Thailand selama 5 tahun dari tahun 2005-2009. Berdasarkan latar belakang di atas maka tujuan penelitian adalah untuk mendapatkan hasil uji pemrediksi return mana yang lebih baik, ROE atau EVA, di lima negara yaitu Indonesia, Malaysia, Philipina, Singapura dan Thailand.

TINJAUAN PUSTAKADAN HIPOTESIS

(ROE) dan (ROA), merupakan rasio yang sering digunakan dan mungkin yang paling banyak digunakan untuk mengukur kinerja keuangan perusahaan secara keseluruhan (Rappaport, 1986). Hal ini diperkuat oleh pernyataan Monteiro (2006) bahwa ROE adalah suatu rasio yang penting yang harus dipertimbangkan oleh investor. ROE merupakan hasil akhir dari analisis rasio keuangan yang terstruktur. salah satu analisis ROE juga dikenal dengan nama *Du Pont Analysis*, yang memberikan kontribusi terhadap popularitas ROE di kalangan analis, manajer keuangan maupun pemegang saham (Stowe, Robinson, Pinto & McLeavy, 2002; Correia, *et al.*, 2003; Firer, *et al.*, 2004).

ROE dapat dianalisis lebih lanjut dan dipecah menjadi rasio akuntansi keuangan lainnya yaitu yang meliputi kategori profitabilitas, manajemen aset dan struktur keuangan. ROE dihitung dengan mengambil laba setelah pajak dan dividen saham preferen dari tahun tertentu dan membaginya dengan nilai buku ekuitas (saham biasa) pada awal tahun. Rata-rata ekuitas juga bisa digunakan. Pada penelitian ini

digunakan ekuitas terdiri dari modal saham biasa, ditambah saham premium dan cadangan.

$$ROE = \frac{Earnings}{Sales} \times \frac{Sales}{Asset} \times \frac{Asset}{Equity}$$

Ketiga komponen, atau rasio di atas, dapat dijelaskan (dalam urutan) sebagai profitabilitas (*earnings/sales*), perputaran aset (*sales/asset*) dan *leverage* keuangan (*asset/equity*). Oleh karena itu, ROE dapat ditingkatkan dengan meningkatkan profitabilitas, atau dengan menggunakan aset yang lebih efisien dan dengan meningkatkan *leverage* keuangan.

Sementara itu EVA merupakan salah satu alternatif dalam mengukur kinerja perusahaan yang berbasis nilai. Perhatian publik terhadap EVA sendiri masih tergolong baru, yakni sejak dikeluarkannya artikel mengenai EVA di majalah *Fortune* pada bulan September 1993. EVA merupakan salah satu pengukur kinerja perusahaan yang dipopulerkan oleh G. Bennet Steward dan Joel M. Stern. Keduanya merupakan analis keuangan dari perusahaan konsultan Stern Steward & Co. EVA mengukur nilai tambah perusahaan dengan memperhitungkan seluruh biaya modal, baik setoran modal yang berasal dari pemegang saham maupun pinjaman atau risiko yang dihadapi perusahaan dalam melakukan investasi. Perusahaan dikatakan mampu memberikan nilai tambah bagi pemegang saham jika keuntungan (*return*) yang dihasilkan lebih tinggi dari biaya *capital*.

Prinsip yang dikembangkan dalam pendekatan EVA adalah tidak ada modal yang gratis, oleh karena itu manajemen harus menghitung secara cermat setiap dana yang telah diinvestasikan untuk pengembangan usahanya. Semakin tinggi risiko yang ditanggung, maka semakin tinggi *return* yang dapat diharapkan. Dengan menghitung seluruh biaya modal, manajemen perusahaan dituntut untuk menciptakan *value* yang tinggi bagi bagi pemegang sahamnya.

Secara konseptual, EVA memang lebih unggul daripada pengukuran akuntansi tradisional, namun secara praktis belum tentu EVA dapat diterapkan dengan mudah. Kesulitannya adalah bahwa proses penghitungan EVA memerlukan estimasi atas biaya modal, terutama untuk perusahaan yang belum *go public* sulit untuk dilakukan dengan tepat. Biaya modal atas hutang umumnya lebih mudah diperkirakan karena besarnya bisa diperoleh dari tingkat bunga setelah pajak yang harus dibayar perusahaan jika perusahaan melakukan pinjaman.

Jensen dan Meckling (1999) menyatakan bahwa, meskipun banyak perusahaan menggunakan ROE, namun ROE sangat rentan terhadap manipulasi ketika manajer memiliki hak untuk membuat keputusan atas tingkat investasi. Jensen dan Meckling (1999) mengakui penggunaan EVA, tetapi jelas menunjukkan bahwa itu juga bukan ukuran terbaik. Hal ini karena proyek dengan EVA negatif pada tahun-tahun awal tidak akan dipilih jika manajer dievaluasi berdasarkan angka EVA saat ini, bahkan meskipun EVA tahunan masa depan cukup untuk membenarkan keputusan untuk melakukan investasi. EVA adalah keuntungan ekonomi dari perusahaan, setelah memperhitungkan biaya penuh modal (Bao & Bao, 1998; Biddle, *et al.*, 1997; Chen & Dodd, 2001; Lehn, 1996; O'Byrne, 1997; Penman, 2004; Prober, 2002; Rappaport, 1986; Reimann, 1989; Stowe *et al.*, 2002, Worthington & Tracey, 2004; Young & O'Byrne, 2001). EVA dapat dihitung dengan menggunakan perhitungan sebagai berikut (Abdeen & Haight, 2002):

$$EVA = (ROIC - WACC) \times IC$$

Atau

$$EVA = \text{Earnings} - (K_e \times \text{equity})$$

Dimana

ROIC = *Return On Invested Capital*

WACC = *Weighted Average Cost of Capital*

IC = *Invested Capital* (pada awal tahun)

K_e = *Cost of Equity*

Secara luas, ROE masih digunakan untuk mengukur kinerja perusahaan (Copeland, *et al.*, 1996; Finegan, 1991; Firer, *et al.*, 2004). Namun, Black *et al.* (2001) menemukan bahwa ROE tidak konsisten dengan peningkatan nilai pemegang saham. Kelemahan utama dari ROE adalah bahwa hal itu dipengaruhi oleh tingkat *gearing* perusahaan. *Gearing* dan perputaran aset dapat memengaruhi ROE sehingga *gearing* yang lebih tinggi tingkat perputaran aset yang lebih tinggi, yang belum tentu menguntungkan, dapat menyebabkan ROE lebih tinggi.

Pergerakan *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) di tingkat *gearing* keuangan yang berbeda (0%, 20%, 40%, 60% dan 80% dari aset bersih) sejalan dengan pendekatan kontemporer dari teori Miller dan Modigliani tentang struktur modal (Hawawini & Viallet, 1999). Model tersebut menunjukkan bagaimana ROE dapat ditingkatkan dengan menggunakan lebih banyak utang relatif terhadap ekuitas, bahkan pada tingkat utang sangat tinggi. Sebaliknya, EVA tertinggi pada tingkat hutang jangka panjang moderat (40% dari aset) dan, tidak mengejutkan, juga pada struktur keuangan di mana WACC terendah (dan nilai perusahaan akan tertinggi).

Wright dan Davies (2001), dalam penelitian mereka pada tahun 1980-an menemukan bahwa koefisien determinasi (r^2) ROE ke *market to book ratio* adalah 19 persen, yang menunjukkan bahwa perubahan pada *market to book ratio* tidak dapat diandalkan dijelaskan oleh ROE. Namun, Black *et al.* (2001) menemukan bahwa ROE masih ukuran utama, sebagai konsep nilai pemegang saham memperkuat pesan bahwa pengembalian modal yang diinvestasikan (ekuitas) harus ditingkatkan dan biaya modal harus dikurangi. Black *et al.* (2001) melaporkan bahwa meskipun beberapa perusahaan Jepang telah menyadari kelemahan menggunakan ROE untuk mengukur kesejahteraan pemegang saham, sebagian besar perusahaan Jepang masih percaya bahwa ROE merupakan indikator terbaik

dari nilai pemegang saham. Salah satu perusahaan yang tidak percaya dengan penggunaan ROE adalah perusahaan Jepang 'Hoya'. Mereka menyesuaikan EVA untuk memenuhi kebutuhan spesifik mereka dan menyebutnya *shareholder value added* (SVA). Namun, mereka percaya bahwa SVA pada jangka panjang akan meningkatkan ROE. Menurut mereka mengukur SVA dan ROE tidak bertentangan, melainkan saling melengkapi.

Stewart III (2003) mengklaim bahwa penyebab masalah utama dalam pengukuran nilai yang tidak tepat disebabkan oleh akuntansi yang telah menjadi "terbatas" dari nilai. Akuntansi telah menjadi alat untuk membuat laporan laba terlihat lebih baik. Hal ini berdampak pada pengukuran akuntansi yang tidak dapat diandalkan untuk pengukuran nilai. Masalah lain yang diidentifikasi oleh Stewart III (2003) secara khusus berkaitan dengan penggunaan ROE untuk mengukur nilai. ROE mengabaikan biaya ekuitas sedangkan ekuitas bukan merupakan sumber bebas dan memiliki biaya sama dengan bunga yang dikenakan pada utang. Itulah mengapa konsep keuntungan ekonomi atau nilai sisa (*residual value*) dipandang sebagai alat ukur yang lebih baik. Perhitungan laba menurut Stewart III (2003) adalah sebagai berikut:

$$\text{Laba Ekonomi} = \text{Laba Akuntansi} - \text{Biaya Ekuitas}$$

Contoh perusahaan yang terkonsentrasi pada laba dan ROE adalah Enron (Stewart III, 2003:68). Manajemen Enron tampaknya begitu terfokus pada laba bersih per saham (EPS) dan ROE yang membuat manajemen mereka mulai menggunakan hutang yang besar. *Leverage* meningkat tajam, namun manajer masih tidak ingin memasuki pasar ekuitas untuk meringankan masalah keuangan, manager Enron takut bahwa hal itu akan berdampak buruk pada angka profit. Namun, angka penghasilan positif tidak menciptakan nilai bagi pemegang saham dan tidak mencegah perusahaan dari kebangkrutan.

Copeland (2002) menemukan sedikit atau bahkan tidak ada korelasi antara total *return* jangka pendek ke pemegang saham dan laba per saham jangka pendek, pertumbuhan laba, *economic value added*, atau perubahan nilai tambah ekonomi saat ini. De Wet (2004) dalam Monteiro (2006) menemukan pada perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Johannesburg Afrika Selatan, bahwa hubungan antara EVA dan MVA pada tahun-ke tahun dasar (r^2 sebesar 4,5%) sangat rendah. Kesimpulan dari survei teoritis adalah bahwa, meskipun ada berbagai aplikasi pengukuran kinerja, namun ROE atau EVA dapat dilihat sebagai ukuran kinerja yang handal yang dapat dimaksimalkan untuk memaksimalkan nilai pemegang saham.

Menurut Heaton and Lucas (1999), ROE dan EVA dapat dipergunakan untuk memprediksi *return* saham. Penelitian ini mencoba mengkaji model yang lebih baik dalam memprediksi *return* antara ROE dan EVA. EVA secara eksplisit memperhitungkan biaya modal atas ekuitas, besarnya tingkat biaya modal atas ekuitas adalah lebih tinggi daripada tingkat biaya modal atas hutang. Penggunaan EVA yang secara eksplisit memasukkan biaya modal atas ekuitas akan mengubah pandangan dan memaksa perusahaan-perusahaan untuk selalu berhati-hati dalam menentukan struktur modalnya (Chen & Dodd, 2001). Berdasarkan hasil penelitian sebelumnya, maka hipotesis yang diajukan:

H_a : EVA lebih baik dalam memprediksi *return* saham dibandingkan dengan ROE.

METODE PENELITIAN

Metode *sampling* dilakukan dengan memenuhi kriteria-kriteria sebagai berikut. Pertama, perusahaan-perusahaan manufaktur dan perdagangan, atau dengan mengeliminasi perusahaan-perusahaan keuangan dan perbankan. Kedua, perusahaan yang sahamnya diperdagangkan secara

aktif. Saham tidur atau saham yang tidak aktif diperdagangkan di pasar modal dieliminasi di dalam penelitian ini karena dapat mengganggu validitas konklusi penelitian ini. Dengan kata lain, penelitian ini merancang sampel penelitian dengan tingkat likuiditas tinggi (*LQ-n*) yang dipertimbangkan sesuai dengan besaran masing-masing pasar modal.

Seluruh faktor yang menentukan model *return* di dalam penelitian ini menggunakan data laporan keuangan. Data ini secara umum telah tersaji di dalam *database* OSIRIS. Selanjutnya, dari *database* OSIRIS diekstraksi harga dan *return* saham untuk masing-masing perusahaan dari pasar modal setiap negara. Penelitian ini memiliki domain observasi untuk seluruh negara Asia Tenggara. Secara berturut-turut (nama negara) adalah sebagai berikut, Indonesia (*JKSE*), Malaysia (*KLSE*), Singapore (*Straits Times*), Thailand (*SET*) dan Philipina (*PSEi*). Penelitian ini menggunakan data tahun 2009 dan 2008.

Pengujian pertama dengan menggunakan model Chen dan Zhang (2007) adalah dengan melakukan pengujian regresi linear dengan model sebagai berikut:

$$R_{it} = \alpha + \beta x_{it} + \gamma \Delta \hat{b}_{it} + \delta \Delta \hat{g}_{it} + e_{it} \dots\dots(1)$$

dalam keterangan, R_{it} adalah *return* saham tahunan perusahaan *i* pada periode *t*, yang diukur sejak hari awal tahun perioda *t-1* sampai dengan satu hari setelah publikasi laporan keuangan atau, jika ada pengumuman laba periode *t*; x_{it} adalah *earnings* yang dihasilkan perusahaan *i* pada perioda *t*, dihitung dengan *earnings* yang diperoleh pemegang saham biasa pada periode *t* (X_{it}) dibagi nilai pasar ekuitas pada awal periode berjalan (V_{it-1}); $\Delta \hat{b}_{it} = [(B_{it} - B_{it-1}) / B_{it-1}] (1 - B_{it-1} / V_{it-1})$ adalah modal ekuitas atau perubahan proporsional nilai buku ekuitas perusahaan *i* pada periode *t*, yang disesuaikan dengan satu dikurangi ratio nilai buku dibanding nilai pasar pada awal periode berjalan;

$\Delta \hat{g}_{it} = (g_{it} - g_{it-1}) B_{it-1} / V_{it-1}$ adalah perubahan kesempatan pertumbuhan perusahaan *i* pada periode *t*; a, b, g, d , dan w adalah koefisien regresi; dan e_{it} adalah residual.

Selanjutnya dari model tersebut ditambah dengan ROE dan EVA. ROE dihitung dengan

$$ROE = \frac{Earnings}{Sales} \times \frac{Sales}{Asset} \times \frac{Asset}{Equity} \text{ dan}$$

EVA dihitung dengan $EVA = Earnings - (K_e \times equity)$ dimana $K_e = Cost\ of\ Equity$. Oleh karena itu model ROE menjadi

$$R_{it} = \alpha + \beta x_{it} + \gamma \Delta \hat{b}_{it} + \delta \Delta \hat{g}_{it} + \omega ROE_{it} + e_{it} \dots\dots(2)$$

Sedangkan model EVA menjadi

$$R_{it} = \alpha + \beta x_{it} + \gamma \Delta \hat{b}_{it} + \delta \Delta \hat{g}_{it} + \omega EVA_{it} + e_{it} \dots\dots(3)$$

EVA dihitung dengan menggunakan rumus $EVA = NOPAT (Net\ operating\ profit\ after\ tax) - cost\ of\ capital$. *Cost capital* dihitung dengan menggunakan rumus $WACC = ((\text{tingkat suku bunga} \times \text{utang jangka panjang}) + (b \times \text{harga saham} \times \text{lembar saham yang beredar})) / (\text{utang jangka panjang} + (\text{harga saham} \times \text{lembar saham yang beredar}))$; dimana $b = (\text{dividen} \times \text{growth rate of dividen}) / \text{harga saham}$.

Untuk menguji model yang lebih baik dalam memprediksi *return* antara ROE dan EVA dilakukan dengan melihat nilai R^2 dari model 2 dan 3. Jika nilai R^2 lebih tinggi untuk model 2 maka ROE lebih baik dipergunakan dalam memprediksi *return* dibandingkan dengan EVA. Jika nilai R^2 lebih tinggi untuk model 3 maka sebaliknya. Selain itu juga dapat dilihat dari uji F dan uji t. Jika tingkat signifikansi untuk model 2 lebih baik dibandingkan dengan model 3 maka ROE merupakan model yang lebih baik dalam memprediksi *return* dibandingkan dengan EVA, demikian pula sebaliknya.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Jumlah keseluruhan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah 9.167 perusahaan yang terdiri dari 1.626 tahun 2005, 1.768 tahun 2006, 1.883 untuk tahun 2007, 1.940 tahun 2008 dan 1.950 untuk tahun 2009. Tabel 1. menunjukkan untuk nilai total Rt dengan jumlah sampel sebesar 9.167 didapatkan rerata *return* sebesar 0,1797, standar deviasi 0,9480. sedangkan nilai minimum -1,0000 pada tahun 2008 dan nilai maksimumnya sebesar 39,4000 pada tahun 2007. *X_{it}* didapatkan rerata sebesar 12,7148, standar deviasi 1.180,9674. sedangkan nilai minimum didapat pada tahun 2009 dengan nilai sebesar -19.807,9305 dan nilai maksimumnya sebesar 109.555,7037 terdapat ditahun 2006. Untuk *Ab_{it}* rerata sebesar 70,3346,

standar deviasi 6.713,7351, nilai minimum sebesar -242,0000 pada tahun 2006 dan nilai maksimum sebesar 642.802,1640 pada tahun 2009. Nilai rata-rata *Ag_{it}* adalah 1.108,0316, standar deviasi 95.192,7467, nilai maksimum sebesar 9.074.701,3490 terjadi pada tahun 2007 sedangkan nilai minimum sebesar -7.488,4230 ada pada tahun 2009.

Penelitian ini dalam analisisnya menggunakan 3 buah jenis regresi, yaitu regresi model dasar dengan menggunakan variabel kontrol untuk variabel independennya, model ROE dan terakhir model EVA. Model dasar menggunakan model Chen and Zhang (2007) selanjutnya model ROE dan langkah terakhir adalah model EVA.

Tabel 1. Deskripsi Statistik

	Tahun	Rt	<i>X_{it}</i>	<i>Ab_{it}</i>	<i>Ag_{it}</i>	ROE	EVA
2005	Mean	-0,0789	0,4070	0,2240	24,7040	3,5182	18.546.754
	N	1.626	1.626	1.626	1.626	1.626	1.626
	Std Dev	0,4585	13,9083	6,3479	322,3297	42,2110	228.854.022
	Minimum	-0,9231	-6,4518	-5,5011	-1.220,1705	-617,0000	-334.081.000
	Maximum	5,3333	559,4997	252,1111	7.857,0029	796,9800	7.993.566.000
2006	Mean	0,3142	62,0552	0,0015	497,9194	1,7422	20.720.019
	N	1.768	1.768	1.768	1.768	1.768	1.768
	Std Dev	0,6806	2.605,5147	6,0223	20.158,5400	52,5934	293.572.353
	Minimum	-0,8927	-6,2965	-242,0000	-2.468,9503	-844,9500	-350.538.845
	Maximum	6,6000	109.555,7037	59,3333	847.563,1886	240,7500	11.005.577.000
2007	Mean	0,4320	10,4163	0,2522	4.864,4857	5,3729	27.457.471
	N	1.883	1.883	1.883	1.883	1.883	1.883
	Std Dev	1,4583	446,5288	4,7905	209.125,7736	39,5146	355.145.758
	Minimum	-0,8423	-6,5115	-11,0000	-1.138,0349	-904,8800	-219.032.906
	Maximum	39,4000	19.376,5497	180,1798	9.074.701,3490	306,8400	12.857.018.000
2008	Mean	-0,4385	0,5072	0,5438	32,0666	0,8410	14.157.710
	N	1.940	1.940	1.940	1.940	1.940	1.940
	Std Dev	0,3104	15,9370	22,9688	452,8677	41,2037	479.097.831
	Minimum	-1,0000	-9,5223	-26,0000	-962,1684	-667,2200	-15.855.334.683
	Maximum	4,8750	632,4366	1.011,0000	16.122,3559	330,0900	10.619.470.000
2009	Mean	0,6448	-7,3932	329,6719	7,5896	0,4800	34.984.872
	N	1.950	1.950	1.950	1.950	1.950	1.950
	Std Dev	0,8669	456,6001	14.556,6019	312,7197	50,2185	389.330.182
	Minimum	-0,8476	-19.807,9305	-13,7500	-7.488,4230	-773,4800	-1.729.449.764
	Maximum	8,2630	2.675,8720	642.802,1640	4.347,6747	510,0100	11.332.140.000
Total	Mean	0,1797	12,7148	70,3346	1.108,0316	2,3438	23.364.120
	N	9.167	9.167	9.167	9.167	9.167	9.167
	Std Dev	0,9480	1.180,9674	6.713,7351	95.192,7467	45,4809	364.196.969
	Minimum	-1,0000	-19.807,9305	-242,0000	-7.488,4230	-904,8800	-15.855.334.683
	Maximum	39,4000	109.555,7037	642.802,1640	9.074.701,3490	796,9800	12.857.018.000

Pada tabel 2 dapat terlihat bahwa secara keseluruhan, model dasar memiliki koefisien determinasi sebesar 0,0052 untuk nilai R^2 dan nilai *adjusted* R^2 0,0048. Tabel 2. menunjukkan bahwa nilai R^2 dan nilai *adjusted* R^2 untuk ketiga model dengan keseluruhan data (data total) nilai tertinggi adalah untuk model ROE yaitu sebesar 0,0080

untuk R^2 dan 0,0075 untuk nilai *adjusted* R^2 . Pada model ROE ada peningkatan sebesar 0,0028, sedangkan pada model EVA peningkatannya hanya sebesar 0,0015 untuk nilai R^2 dibandingkan model dasar. Sedangkan nilai peningkatan *adjusted* R^2 untuk model ROE sebesar 0,0027 dan model EVA hanya 0,0014.

Tabel 2. R^2 Model

		model	Model ROE		Model EVA		
		dasar	R^2	ΔR	R^2	ΔR	
Total	R^2	0,0052	0,0080	0,0028	0,0067	0,0015	ROE
	<i>Adjusted</i> R^2	0,0048	0,0075	0,0027	0,0062	0,0014	ROE
2005	R^2	0,0337	0,0615	0,0278	0,0380	0,0042	ROE
	<i>Adjusted</i> R^2	0,0319	0,0592	0,0272	0,0356	0,0036	ROE
2006	R^2	0,0489	0,0491	0,0002	0,0505	0,0016	EVA
	<i>Adjusted</i> R^2	0,0473	0,0470	-0,0004	0,0484	0,0011	EVA
2007	R^2	0,0033	0,0036	0,0004	0,0035	0,0003	ROE
	<i>Adjusted</i> R^2	0,0022	0,0020	-0,0002	0,0019	-0,0003	-
2008	R^2	0,0033	0,0288	0,0255	0,0045	0,0012	ROE
	<i>Adjusted</i> R^2	0,0018	0,0268	0,0250	0,0024	0,0007	ROE
2009	R^2	0,0035	0,0116	0,0082	0,0079	0,0045	ROE
	<i>Adjusted</i> R^2	0,0019	0,0096	0,0077	0,0059	0,0040	ROE

Artinya dari ketiga model yang digunakan dalam penelitian ini model ROE memiliki koefisien determinasi terbesar. Dengan kata lain variabel ROE lebih banyak menerangkan variabel *return* dibandingkan dengan variabel EVA.

Nilai R^2 dan *adjusted* R^2 tahun 2005, 2008

dan 2009 menunjukkan peningkatan untuk model ROE dibandingkan model dasar. Sementara itu, model EVA peningkatan nilai R^2 dan *adjusted* R^2 hanya untuk tahun 2006 jika dibandingkan model dasar. Sedangkan untuk tahun 2007 menunjukkan penurunan nilai *adjusted* R^2 jika dibandingkan model dasar.

Tabel 3. Uji F

	model dasar		model ROE		model EVA	
Total	15,8451	***	18,4270	***	15,3687	***
2005	18,8755	***	26,5605	***	15,9946	***
2006	30,2520	***	22,7640	***	23,4534	***
2007	3,0678	**	2,2744	*	2,2045	*
2008	2,1499	*	14,3510	***	2,1905	*
2009	2,2474	*	5,7257	***	3,8844	***

Keterangan: *signifikan untuk 10%; **signifikan untuk 5%;
***signifikan untuk 1%

Dari uji F untuk model ROE menunjukkan peningkatan nilai F untuk data keseluruhan, tahun 2005, 2008 dan tahun 2009. Sedangkan untuk model EVA peningkatan nilai F hanya untuk Singapura dari 0,819 menjadi 0,855. Nilai F pada setiap tahun dan masing-masing model pengujian yang dilakukan mempunyai nilai di atas F tabel, yang berarti bahwa setiap model pada tiap negara pasti ada yang signifikan.

Analisis yang dilakukan pada penelitian ini menggunakan uji t, dengan tujuan untuk mengetahui seberapa besar pengaruh variabel independen secara individu terhadap variabel dependen. Tabel 4. menunjukkan terjadi *multikolinierity* antara \ddot{A} bit dan \ddot{A} git, sehingga salah satu variabel dihilangkan dalam analisis. Multikolinieritas merupakan korelasi yang kuat antar variabel independen, sehingga dalam analisis harus dihilangkan.

Tabel 4. Uji t

	Koefisien	model dasar			model ROE			model EVA		
		Koef	T		Koef	t		Koef	t	
Total	<i>A</i>	0,1792	18,1439	***	0,1767	17,8824	***	0,1769	17,8831	***
	X_{it}	0,0001	6,8483	***	0,0001	6,7963	***	0,0001	6,7706	***
	Δb_{it}	0,0000	-0,7929		0,0000	-0,7710		0,0000	-0,7909	
	Δg_{it}	0,0000	-1,7023	*	0,0000	-1,7026	*	0,0000	-1,7775	*
	<i>ROE/EVA</i>				0,0011	5,1032	***	0,0000	3,7246	***
2005	<i>A</i>	-0,0846	-7,5377	***	0,0909	-8,1852	***	0,0870	-7,7359	***
	X_{it}	-0,0028	-2,8233	***	0,0030	-2,9750	***	0,0028	-2,7554	***
	Δb_{it}	0,0111	6,3019	***	0,0109	6,2541	***	0,0111	6,3097	***
	Δg_{it}	0,0002	4,0894	***	0,0002	4,1465	***	0,0002	3,9761	***
	<i>ROE/EVA</i>				0,0018	6,9264	***	0,0000	2,6716	***
2006	<i>A</i>	0,3096	19,5457	***	0,3093	19,5137	***	0,3078	19,3950	***
	X_{it}	-0,0004	-0,8377		0,0004	-0,8293		0,0004	-0,8039	
	Δb_{it}	0,0013	0,4860		0,0013	0,4899		0,0013	0,4845	
	Δg_{it}	0,0001	0,9613		0,0001	0,9527		0,0001	0,9263	
	<i>ROE/EVA</i>				0,0002	0,5781		0,0000	1,7196	*
2007	<i>A</i>	0,4282	12,7331	***	0,4244	12,5072	***	0,4264	12,6428	***
	X_{it}							0,0000	-0,5588	
	Δb_{it}	0,0170	2,4192	**	0,0168	2,4033	**	0,0169	2,4165	**
	Δg_{it}	0,0000	-0,5176		0,0000	-0,5211				
	<i>ROE/EVA</i>				0,0007	0,8298		0,0000	0,6899	
2008	<i>A</i>	-0,4386	-62,0949	***	0,4396	-63,0164	***	0,4389	62,1340	***
	X_{it}	-0,0006	-1,2591		0,0006	-1,4661		0,0006	-1,3556	
	Δb_{it}	-0,0005	-1,7105	*	0,0005	-1,7604	*	0,0005	-1,7123	*
	Δg_{it}	0,0000	1,4154		0,0000	1,4607		0,0000	1,4356	
	<i>ROE/EVA</i>				0,0012	7,1266	***	0,0000	1,5192	
2009	<i>A</i>	0,6448	32,8423	***	0,6440	32,9284	***	0,6397	32,5256	***
	X_{it}	0,0000	0,5420		0,0000	0,3181		0,0000	0,5268	
	Δb_{it}	0,0000	-1,4037		0,0000	-1,3768		0,0000	-1,4006	
	Δg_{it}	0,0001	1,7018	*	0,0001	1,5710		0,0001	1,2741	
	<i>ROE/EVA</i>				0,0016	4,0135	***	0,0000	2,9612	***

Keterangan: *signifikan untuk 10%; **signifikan untuk 5%; ***signifikan untuk 1%

Tabel 4. menunjukkan bahwa ROE berpengaruh terhadap *return* dengan tingkat signifikansi 1% untuk data total, tahun 2005, 2008 dan 2009. Selanjutnya, untuk EVA menunjukkan pengaruhnya terhadap *return* signifikan untuk data total, tahun 2005 dan 2009

untuk tingkat signifikansi 1% serta untuk tahun 2006 tingkat signifikansi 10%. Dari nilai koefisien dan t hitung menunjukkan untuk ROE lebih besar dibandingkan untuk EVA. Hal ini menunjukkan pengaruh ROE lebih besar dibandingkan dengan EVA.

Tabel 5. Deskripsi Statistik

	Negara	Rt	X_{it}	Δb_{it}	Δg_{it}	ROE	EVA
Indonesia	Mean	0,4308	0,0556	0,5980	244,9718	6,6025	230.809.733
	N	893	893	893	893	893	893
	Std Dev	1,8059	0,3383	10,4912	1.374,4000	48,5997	1.143.181.151
	Minimum	-0,9648	-3,4270	-16,4226	-7.488,4230	-608,4100	15.855.334.683
	Maximum	39,4000	1,9613	252,1111	27.031,8865	796,9800	12.857.018.000
							-
Malaysia	Mean	0,0946	0,0607	0,0362	1,4045	1,5732	49.391
	N	3.835	3.835	3.835	3.835	3.835	3.835
	Std Dev	0,6955	0,7145	0,5853	63,6863	32,9315	242.077
	Minimum	-0,9226	-6,9943	-26,0000	-1.220,1705	-773,4800	-1.264.787
	Maximum	8,9333	18,4978	10,1666	3.125,0953	320,2300	6.972.965
Philipina	Mean	0,3098	0,0976	1,5988	3,1291	0,1784	1.366.530
	N	587	587	587	587	587	587
	Std Dev	0,8492	0,6401	43,1255	59,2778	64,0803	4.076.424
	Minimum	-1,0000	-6,4518	-242,0000	-882,7873	-904,8800	-3.978.000
	Maximum	6,0000	6,8879	1.011,0000	732,5525	299,6700	39.325.000
Singapura	Mean	0,2561	53,7362	297,5485	4.594,8552	1,7320	2.501.147
	N	2.161	2.161	2.161	2.161	2.161	2.161
	Std Dev	0,9857	2.432,3164	13.827,6980	196.052,5253	57,5451	58.525.909
	Minimum	-1,0000	-19.807,9305	-13,7500	-5.348,6078	-844,9500	-824.786.000
	Maximum	17,0000	109.555,7037	642.802,1640	9.074.701,3490	510,0100	1.526.829.000
Thailand	Mean	0,0975	0,0550	0,0848	1,1002	3,3760	987.139
	N	1.691	1.691	1.691	1.691	1.691	1.691
	Std Dev	0,7028	0,3726	1,4888	14,8073	42,9147	5.831.166
	Minimum	-0,9231	-4,7585	-1,0477	-245,9295	-768,1900	-21.379.452
	Maximum	11,8750	5,0125	59,3333	177,5720	71,7500	129.310.548

Dari jumlah data yang digunakan sebanyak 9.167 data terbesar berasal dari Malaysia sebanyak 3.835, diikuti Singapura 2.161 data, Thailand 1.691 data, Indonesia 893 data dan Philipina 587 data. Deskripsi statistik data per negara dapat dilihat pada Tabel 5.

Tabel 5. menunjukkan bahwa rerata *return* tertinggi Indonesia sebesar 0,4308 dan rerata *return* terendah Malaysia sebesar 0,0946. Standar deviasi tertinggi Indonesia (1,8059) dan terendah Malaysia (0,6955). Selanjutnya untuk ROE rerata tertinggi adalah Indonesia sebesar

6,6025 dan terendah Philipina sebesar 0,1784. Standar deviasi terbesar dimiliki Philipina dengan nilai sebesar 64,0803 dan terkecil di Malaysia dengan nilai sebesar 32,9315. Rerata nilai EVA

tertinggi Indonesia sebesar 230.809.733 dan terendah di Malaysia sebesar 49.391. Standar deviasi tertinggi Indonesia 1.143.181.151 dan terendah di Malaysia 242.077.

Tabel 6. R² Model

		model	Model ROE		Model EVA		
		dasar	R ²	ΔR	R ²	ΔR	
Indonesia	R ²	0,0224	0,0237	0,0012	0,0226	0,0002	ROE
	Adjusted R ²	0,0191	0,0193	0,0002	0,0182	-0,0009	ROE
Malaysia	R ²	0,0435	0,0438	0,0003	0,0441	0,0006	EVA
	Adjusted R ²	0,0428	0,0428	0,0000	0,0431	0,0004	EVA
Philipina	R ²	0,0331	0,0622	0,0291	0,0333	0,0002	ROE
	Adjusted R ²	0,0281	0,0557	0,0276	0,0266	-0,0015	ROE
Singapura	R ²	0,0200	0,0221	0,0022	0,0211	0,0011	ROE
	Adjusted R ²	0,0186	0,0203	0,0017	0,0193	0,0007	ROE
Thailand	R ²	0,0366	0,0372	0,0005	0,0380	0,0014	EVA
	Adjusted R ²	0,0349	0,0349	0,0000	0,0357	0,0008	EVA

Hasil R² dari model untuk tiap-tiap negara dapat dilihat dari Tabel 6. Tabel 4.6. menunjukkan bahwa nilai R² dan nilai *adjusted* R² untuk model ROE mengalami peningkatan untuk negara

Indonesia, Philipina dan Singapura. Sedangkan untuk Malaysia dan Thailand nilai R² dan nilai *adjusted* R² untuk model EVA yang mengalami peningkatan.

Tabel 7. Uji F

	model dasar		model ROE		model EVA	
Indonesia	6,7915	***	5,3784	***	5,1248	***
Malaysia	58,1190	***	43,8736	***	44,2165	***
Philipina	6,6503	***	9,6429	***	5,0056	***
Singapura	14,6473	***	12,1982	***	11,6162	***
Thailand	21,3912	***	16,2828	***	16,6482	***

Keterangan: *signifikan untuk 10%; **signifikan untuk 5%; ***signifikan untuk 1%

Tabel 7. menunjukkan peningkatan nilai F hitung hanya terjadi untuk model ROE di negara Philipina dari 6,6503 menjadi 9,6429. Sedangkan untuk keempat negara yang baik model ROE maupun EVA nilai F hitung justru mengalami penurunan.

Tabel 8. Uji t

	Koefisien	model dasar			model ROE			model EVA		
		Koef	t		Koef	t		Koef	t	
Indonesia	A	0,3686	5,9830	***	0,3731	6,0422	***	0,3646	5,8338	***
	X_{it}	0,5981	3,3716	***	0,6930	3,4917	***	0,5830	3,2052	***
	Δb_{it}	0,0104	1,8117	*	0,0103	1,7973	*	0,0104	1,8170	*
	Δg_{it}	0,0001	2,1333	**	0,0001	2,1322	**	0,0001	2,1373	**
	ROE/EVA				-0,0015	-1,0659		0,0000	0,3800	
Malaysia	A	0,0797	7,2162	***	0,0797	7,2189	***	0,0764	6,7943	***
	X_{it}	0,2104	11,4761	***	0,1991	9,4123	***	0,2072	11,2304	***
	Δb_{it}	0,0950	5,0274	***	0,0923	4,8412	***	0,0933	4,9353	***
	Δg_{it}	-0,0010	-4,7139	***	-0,0009	-4,1800	***	-0,0009	-4,6040	***
	ROE/EVA				0,0004	1,0637		0,0000	1,5631	
Philipina	A	0,2870	8,1786	***	0,2793	8,0648	***	0,2835	7,7133	***
	X_{it}	0,2306	4,2134	***	0,3089	5,4184	***	0,2278	4,1048	***
	Δb_{it}	-0,0011	-1,3455		-0,0011	-1,3618		-0,0011	-1,3414	
	Δg_{it}	0,0006	1,0820		0,0008	1,3355		0,0006	1,0734	
	ROE/EVA				-0,0024	-4,2471	***	0,0000	0,3194	
Singapura	A	0,2542	12,0919	***	0,2528	12,0320	***	0,2531	12,0366	***
	X_{it}	0,0001	6,5745	***	0,0001	6,5366	***	0,0001	5,7886	***
	Δb_{it}	0,0000	-0,8449		0,0000	-0,8301		0,0000	-0,8441	
	Δg_{it}	0,0000	-1,7385	*	0,0000	-1,7391	*	0,0000	-2,1120	**
	ROE/EVA				0,0008	2,1850	**	0,0000	1,5788	
Thailand	A	0,0763	4,4813	***	0,0762	4,4752	***	0,0723	4,2055	***
	X_{it}	0,3438	7,5639	***	0,3197	6,1843	***	0,3381	7,4171	***
	Δb_{it}	0,0038	0,3337		0,0035	0,3096		0,0038	0,3333	
	Δg_{it}	0,0018	1,6171		0,0018	1,5958		0,0017	1,4756	
	ROE/EVA				0,0004	0,9793		0,0000	1,5385	

Keterangan: *signifikan untuk 10%; **signifikan untuk 5%; ***signifikan untuk 1%

Tabel 8 (uji t) juga menunjukkan bahwa untuk negara Philipina, ROE berpengaruh terhadap *return* dengan tingkat signifikansi 1%. Pengaruh ROE terhadap *return* juga ditunjukkan untuk negara Singapura tetapi tingkat signifikansi 5%. Sedangkan untuk ketiga negara lainnya (Indonesia, Malaysia dan Thailand) baik ROE maupun EVA tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan. Dengan kata lain ROE merupakan model yang lebih baik dalam memprediksi *return* dibandingkan EVA untuk negara Philipina dan Singapura.

Tabel 4 dan Tabel 8 menunjukkan bahwa secara parsial ROE lebih baik dalam memprediksi *return* dibandingkan dengan EVA. Kenyataannya saat ini, secara luas, ROE masih digunakan untuk mengukur kinerja perusahaan sehingga dapat dipergunakan untuk memprediksi *return*. Black *et al.* (2001) menemukan bahwa ROE masih merupakan ukuran utama, sebagai konsep nilai pemegang saham memperkuat pesan bahwa pengembalian modal yang diinvestasikan (ekuitas) harus ditingkatkan dan biaya modal harus dikurangi. Black *et al.* (2001) menunjukkan bahwa meskipun beberapa perusahaan Jepang telah menyadari kelemahan menggunakan ROE untuk mengukur kesejahteraan pemegang saham, sebagian besar perusahaan Jepang masih percaya bahwa ROE merupakan indikator terbaik dari nilai pemegang saham. Selain itu untuk *emerging market* (termasuk Asia Tenggara) pemegang saham mengabaikan biaya modal, sehingga ada kecenderungan ROE lebih baik dalam memprediksi *return*.

Reimann (1989) selanjutnya menjelaskan, bahwa umumnya para pemegang saham hanya berpikir jangka pendek dan ukuran keuangan seperti ROE terlalu berorientasi jangka pendek. Masalah lainnya adalah investor tidak mempertimbangkan waktu arus kas (Finegan, 1991) sehingga ROE lebih dipilih dalam memprediksi *return* dibandingkan

EVA. Investor sering hanya menggunakan pendapatan dalam mengevaluasi kinerja. Oleh karena itu untuk *emerging market* manajer perusahaan dapat mengandalkan angka penghasilan semata-mata untuk mengukur kinerja, karena investor beraksi hanya untuk melihat bagaimana mereka berkinerja. Investor untuk *emerging market* hanya memperhatikan laba, sehingga acuannya adalah ROE. Para investor terfokus pada laba bersih per saham (EPS) dan ROE dan seringkali mengabaikan bahwa manajemen mulai menggunakan hutang yang besar.

SIMPULAN, KETERBATASAN, DAN SARAN

Bagi calon investor yang rasional, keputusan investasi dalam suatu usaha harus didahului oleh suatu proses analisis terhadap variabel yang diperkirakan akan berpengaruh terhadap harga suatu saham. Hal ini disebabkan oleh sifat saham yang sangat peka terhadap perubahan-perubahan yang terjadi, baik perubahan kondisi pasar uang, kinerja ekonomi maupun situasi politik dalam negeri.

Harga suatu saham di lantai bursa dipengaruhi oleh beberapa faktor, baik faktor internal maupun faktor eksternal. Tetapi meskipun demikian, kondisi keuangan dan kinerja pada umumnya masih mempunyai pengaruh yang dominan terhadap pembentukan harga saham. Dalam menilai kinerja suatu perusahaan, seorang investor mendasarkan penilaiannya pada prospektus dan laporan keuangan perusahaan. Ukuran yang digunakan untuk menilai kinerja sangat beragam dan kadang-kadang berbeda antara satu industri dengan industri lainnya. Penilaian kinerja keuangan perusahaan yang digunakan untuk mengukur tingkat kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari investasi yang dilakukan disebut sebagai rasio *profitabilitas*.

Tabel 9. Hasil pengujian

Tahun	ROE	EVA
2005	***	***
2006		*
2007		
2008	***	
2009	***	***
Total	***	***

Keterangan: *signifikan untuk 10%;**signifikan untuk 5%;***signifikan untuk 1%

Dari Tabel 9 dapat disimpulkan bahwa secara parsial ROE lebih baik dalam memprediksi *return* dibandingkan dengan EVA untuk tahun 2008. Sedangkan untuk tahun 2005 justru EVA yang lebih baik dalam memprediksi *return* walaupun lemah. Pada tahun 2005 dan 2009 keduanya (ROE dan EVA) merupakan model yang kuat dalam memprediksi *return*. Nilai R² dan uji F (Tabel 2 dan 3) menunjukkan bahwa model ROE lebih baik

dalam memprediksi *retrun* dibandingkan dengan model EVA, kecuali untuk tahun 2006.

Dari sisi negara (Tabel 10) menunjukkan bahwa secara parsial ROE lebih baik dalam memprediksi *return* dibandingkan EVA untuk negara Philipina dan Singapura. Sedangkan untuk Indonesia, Malaysia dan Thailand menunjukkan bahwa keduanya (ROE dan EVA) bukan merupakan model yang dapat memprediksi *return*.

Tabel 10. Hasil pengujian untuk masing-masing negara

Negara	ROE	EVA
Indonesia		
Malaysia		
Philipina	***	
Singapura	**	
Thailand		

Keterangan: *signifikan untuk 10%;**signifikan untuk 5%;***signifikan untuk 1%

Penelitian mendatang sebaiknya data tidak hanya di Asia Tenggara, karena data pada penelitian ini hanya menggunakan data dari lima negara di Asia Tenggara, yaitu Indonesia, Malaysia, Philipina, Singapura dan Thailand pada tahun 2005-2009. Diharapkan penelitian dengan menambah populasi hasilnya lebih representatif. Jika memungkinkan, untuk riset selanjutnya perlu mempertimbangkan faktor budaya tiap negara, termasuk perilaku investor dan manajemen. Faktor budaya yang dimaksud, salah satunya adalah pertimbangan investor terhadap tingkat penting atau tidaknya suatu item dalam laporan keuangan bagi keputusan investasinya.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdeen, M. A., & Haight, G. T. (2002). A Fresh Look At Economic Value Added: Empirical Study Of The Fortune Five-Hundred Companies. *Journal of Applied Business Research*, Vol. 18, No.2, 124-135.
- Ball, R. J., & Brown, P. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, Vol.6, Autumn, 57-89.
- Bao, Ben-Hsien & Da-Hsien Bao. (1998). Usefulness of Value Added and Abnormal Economic Earning: An Empirical Examination. *Journal of Business Finance and Accounting*. January-March, Vol.25, 253-287.
- Biddle, C., G., Bowen, R. M., & Wallace, J. S. (1997). Does EVA Beat Earnings? Evidence on Associations with Stock Return and Firm Values. *Journal of Accounting and Economics*, Vol 85, 265-289.
- Black, A., Wright, P. & Davies, J. (2001). *In Search of Shareholder Value*. 2nd Edition. London: Pearson.
- Chen, P., & Zhang, G. (2007). How do Accounting Variables Explain Stock Price Movements? Theory and Evidence. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 43, 219-244.
- Chen, S., & Dodd, J. L. (2001). Operating Income, Residual Income and EVA: Which Metric Is More Value Relevant?. *Journal of Managerial Issues*, Vol. Xii, Num.1, 65-86.
- Copeland, T. (2002). Want to Create Value?. *Strategic Finance*, **83**(9), 48-54.
- Copeland, T. E., Koller, T. & Murrin, J. (1996). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 2nd Edition. New York: Wiley & Sons.
- Correia, C., Flynn, D., Uliana, E. & Wormald, M. (2003). *Financial Management*. 5th Edition. Cape Town: Juta.
- Finegan, P. T. (1991). 'Maximising Shareholder Value at the Private Company', *Journal of Applied Corporate Finance*, **4**(1), 30-45.
- Frer, C., Ross, S. A., Westerfield, R. W. & Jordan, B. D. (2004). *Fundamentals of Corporate Finance*. 3rd South African edition. New York: McGraw-Hill.
- Hawawini, G. & Viallet, C. (1999). *Finance for Executives*. Cincinnati, Ohio: Thomson.
- Heaton, J., & Lucas, D. (1999). Stock Price and Fundamentals. *NBER Macroeconomics annual*, 14, 213-242.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1999). 'Specific Knowledge and Divisional performance measurement'. *Journal of Applied Corporate Finance*, **12**(2), 8-17.
- Jones, C. P. (2000). *Investment*, 7th Edition. New York: John Wiley & Son, Inc.
- Mirza, T. (1997). EVA Sebagai Alat Penilai. *Usahawan*, No.4 Tahun XXVI, April.
- Monteiro, A. (2006). A Quick Guide to Financial Ratios. *The Citizen*, Moneyweb Business Insert, 6 May, 3.
- O'Byrne, S. H. (1997). EVA and Shareholder Return. *Financial practice and Education*, Spring/Summer, 523-576.
- Penman, S. H. (2004). *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. Second Edition. New York: McGraw-Hill.
- Prober, L. M. (2002). EVA: A Better Financial Reporting Tool. *CPA Journal*, Vol.71, Issue 3.

- Rappaport, A. (1986). *Creating Shareholder Value*. New York: The Free Press.
- Reimann, B. C. (1989). *Managing for Value: A Guide to Valuebased Strategic Management*. Oxford: Basil Blackwell.
- Stewart III, G. B. (2003). How to Fix Accounting – Measure and Report Economic Profit. *Journal of Applied Corporate Finance*, **15**(3), 63-82.
- Stowe, J. D., Robinson, T. R., Pinto, J. E. & McLeavy, D. W. (2002). *Analysis of Equity Investments: Valuation*. Baltimore: AIMR.
- Worthington, A. C., & West, T. (2004). Australian Evidence Concerning the Information Content Of Economic Value Added. *Australian Journal Of Management*, Vol.29, No. 3, December.
- Wright, F. K. (1967). Capacity for Adaption and the Aset Measurement Problem. *Abacus*, August, 74-79.
- Young, S., David, S. F., & O’Byrne, S. H. (2001). *Eva and Value-Based Management: A Practical Guide to Implementation*. Irwin: Mcgraw-Hill.