

RETURN ON EQUITY DAN ECONOMIC VALUE ADDED SEBAGAI PREDIKTOR RETURN YANG TEPAT

Monica Weni Pratiwi

Program Studi Akuntansi

Fakultas Ekonomi dan Ilmu Sosial Universitas Bakrie
Jl. H.R. Rasuna Said Kav C-22, Kuningan-Jakarta 12920
Tlp. +6221-5261448
email: monica.wenipratiwi@bakrie.ac.id

Anang Sucahyo

Balai Penyuluhan Pertanian, Perikanan dan Kehutanan
Kecamatan Kokap Kabupaten Kulon Progo
Ngaseman, Hargorejo, Kokap, Kulon Progo, DIY 55652
Telp. 08132 889 7343
email: anangsucahyo@yahoo.com

Abstrak

Tujuan penelitian ini ingin memperoleh bukti empiris mengenai pemrediksi *return* untuk kondisi *return on equity* dan *economic value added* positif dan negatif serta semua *size* sebagai variabel kontrol. Dalam penelitian ini prediksi *return* diprosikan kedalam *return on equity* dan *economic value added*. Data yang digunakan adalah data 5 negara di Asia Tenggara, yaitu Indonesia, Malaysia, Philipina, Singapura dan Thailand selama 5 tahun dari tahun 2005-2009. Sampel penelitian ini dipilih secara *purposive* sebanyak 9.167 perusahaan. Metode yang digunakan mengacu pada model Chen and Zhang (2007). Hasil penelitian menunjukkan *return on equity* lebih tepat untuk memprediksi *return* pada perusahaan yang memiliki *return on equity* dan *economic value added* positif dibandingkan *economic value added*. Selain itu penelitian ini menunjukkan bahwa dengan mengontrol *size* perusahaan maka *economic value added* lebih tepat untuk memprediksi *return* dibandingkan *return on equity*.

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

Abstract

The purpose of this research was to obtain empirical evidence about the return predictor for conditions return on equity and economic value added positive and negative as well as all the size as a control variable. In this research the prediction of return is proxies into the return on equity and economic value added. The data used is the 5 countries in Southeast Asia, namely Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore and Thailand for 5 years from 2005-2009. Sample was selected purposively as many as 9,167 companies. The method used is based model of Chen and Zhang (2007). The results showed return on equity is more appropriate to predict the return on a company that has a positive return on equity and economic value added than economic value added. In addition, this study shows that by controlling the size of the company, economic value added is more appropriate for predicting returns than return on equity.

Keywords: return, return on equity, economic value added.

PENDAHULUAN

Pada dasawarsa terakhir kegiatan perdagangan di Bursa Efek Indonesia (BEI) semakin meningkat. Hal ini disebabkan oleh besarnya perhatian investor terhadap bursa efek, yang merupakan salah satu alternatif untuk menanamkan investasinya. Bursa efek sebenarnya sama dengan pasar-pasar lainnya, yaitu tempat dimana bertemunya penjual dengan pembeli, hanya yang diperdagangkan adalah efek-efek. Semua yang termasuk surat berharga bisa disebut efek, seperti surat pengakuan hutang, surat berharga komersial, saham, obligasi, sekuritas kredit, tanda bukti hutang, *right issue*, *warrant*, opsi dan produk-produk turunan (*derivative*) lainnya yang ditetapkan sebagai efek oleh Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM). Saham merupakan salah satu efek yang aktif diperdagangkan investor di BEI. Dalam aktivitas perdagangan investor akan memperhatikan *return* yang akan diperoleh. Oleh karena itu investor dalam melakukan transaksi di bursa saham tidak begitu saja melakukan pembelian saham, namun melakukan penilaian atas perusahaan emiten dengan baik.

Return on equity (ROE) merupakan satu yang rasio yang sering digunakan dan mungkin yang paling banyak digunakan untuk mengukur kinerja keuangan perusahaan secara keseluruhan (Rappaport, 1986; Monteiro, 2006; Stowe, Robinson, Pinto & McLeavy, 2002; Correia, Flynn, Uliana & Wormald, 2003; Firer, Ross, Westerfield & Jordan, 2004). ROE dapat dianalisis lebih lanjut dan dipecah menjadi rasio akuntansi keuangan terkenal lainnya. Rasio ini 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 dari ekuitas (saham biasa) pada awal tahun (Triatmojo, 2011).

Penggunaan ROE belum tentu dapat meningkatkan nilai pemegang saham. Meskipun

ROE memiliki daya tarik karena hubungan laporan laba rugi (laba) ke neraca (ekuitas), ROE belum dapat menjadi alat ukur kinerja manager yang tepat. Kelemahan ROE yang pertama dan merupakan kelemahan yang paling jelas terlihat adalah bahwa penghasilan dapat dimanipulasi selama sesuai dengan Prinsip Akuntansi Berterima Umum (PABU) melalui perubahan kebijakan akuntansi. Kelemahan kedua adalah bahwa ROE dihitung setelah biaya utang, tapi sebelum mempertimbangkan akun biaya modal sendiri. Dengan ROE dapat lebih meningkat keuangan, selama pendapatan yang diperoleh dari pinjaman melebihi biaya pinjaman. Bahaya yang melekat karena meningkatnya *gearing* keuangan melampaui tingkat tertentu adalah bahwa resiko keuangan meningkat dapat menyebabkan nilai perusahaan dan harga saham turun.

Mengejar ROE yang lebih tinggi dapat mengakibatkan kerusakan pada struktur kekayaan perusahaan, ROE tidak sejalan dengan prinsip-prinsip ekonomi peningkatan nilai pemegang saham. Rappaport (1986) telah menunjukkan bahwa komponen kedua ROE, yaitu perputaran aset, dipengaruhi oleh inflasi sedemikian rupa sehingga bisa meningkat bahkan ketika aktiva tidak digunakan secara lebih baik. Rappaport beralasan bahwa penjualan langsung mencerminkan dampak inflasi, sedangkan nilai buku aset, yang merupakan campuran aset baru dan lebih tua, tidak beradaptasi dengan cepat terhadap pengaruh inflasi. Rappaport's (1986) melakukan studi pada tahun 1970 yang kemudian mengungkapkan bahwa meskipun pendapatan 400 perusahaan Standard & Poor's menurun secara dramatis selama tahun 1970-an, ROE mereka sebenarnya ditingkatkan melalui peningkatan tingkat perputaran aset dan *gearing*. Pasar, bagaimanapun, tidak disesatkan oleh 'Kinerja yang lebih baik' jelas.

Sekitar tahun 1989 ketika Reimann (1989) menerbitkan penelitiannya, ROE telah digunakan secara luas untuk mengukur apakah nilai ROE diciptakan bagi kemakmuran pemegang saham.

Alasan di balik adopsi ROE sebagai sebuah ukuran yang memberi hasil yang lebih handal dari laba bersih per saham (EPS) (Reimann, 1989). Karena penting untuk mempertimbangkan bagaimana investor menilai saham sebuah perusahaan, Reimann (1989) menganggap sejumlah strategi perusahaan konsultan dan menemukan bahwa pengukuran fokus pada *spread* antara ROE dan biaya ekuitas. Jika *spread* positif, menunjukkan bahwa perusahaan memiliki peluang pertumbuhan yang menguntungkan.

Reimann (1989) juga mengidentifikasi perubahan kebijakan akuntansi sebagai suatu masalah ketika menggunakan ROE sebagai ukuran kinerja. Hal ini juga diakui bahwa ukuran keuangan seperti ROE mungkin terlalu berorientasi jangka pendek dan bahwa pengukuran jangka panjang, mungkin lebih kualitatif, harus diadopsi juga. Reimann (1989) menemukan bahwa ROE masih belum dapat menjelaskan 66 persen variasi harga saham yang terjadi, menunjukkan tingkatan besar bahwa ROE tidak dapat diandalkan. Masalah lain dengan penggunaan ROE, seperti yang diidentifikasi oleh Finegan (1991) adalah bahwa ROE tidak mempertimbangkan waktu arus kas. Untuk alasan itu model *free cash flow* sering digunakan sebagai sarana yang lebih baik untuk menentukan apakah nilai pemegang saham sedang ditingkatkan. Finegan (1991) juga menyatakan bahwa investor tidak hanya menggunakan pendapatan dalam mengevaluasi kinerja. Oleh karena itu manajer perusahaan tidak dapat mengandalkan angka penghasilan semata-mata untuk mengukur kinerja, kecuali mereka ingin menunggu reaksi investor untuk melihat bagaimana mereka berkinerja.

Copeland, Koller dan Murrin (1996) menyatakan bahwa ROE ukuran kinerja jangka pendek dan terlalu banyak fokus pada ROE dapat menyebabkan suatu perusahaan untuk mengabaikan peluang pertumbuhan jangka panjang yang mungkin bisa meningkatkan nilai pemegang saham. Sebuah perusahaan juga mungkin dapat meningkatkan ROE, sedangkan di saat yang sama pendapatan berada dibawah *weighted average*

cost of capital (WACC), dan dengan demikian akan menghancurkan nilai pemegang saham, sedangkan EVA membantu manajer memastikan bahwa suatu unit bisnis dapat menambah nilai bagi pemegang saham, sementara investor dapat menggunakan EVA untuk mengetahui saham yang akan meningkatkan nilai.

Economic value added (EVA) digunakan untuk mengukur nilai tambah dalam suatu periode tertentu, hal ini berbeda dengan laba akuntansi. Nilai tambah tersebut dapat dicapai apabila perusahaan memperoleh *profit* di atas *cost of capital* perusahaan. Secara sederhana EVA didefinisikan sebagai laba operasi setelah pajak dikurangi dengan biaya modal (*cost of capital*) dari seluruh modal yang dipergunakan untuk menghasilkan laba. Jadi jika EVA positif berarti sebuah perusahaan tersebut telah mampu menciptakan kekayaan.

Triatmojo (2011) menunjukkan secara parsial ROE lebih baik sebagai pemrediksi *retrun* dibandingkan dengan model EVA. Kelemahan penelitian yang dilakukan oleh Triatmojo (2011) ini adalah tidak mengontrol kondisi perusahaan dalam kondisi ROE/EVA positif atau tidak. Perusahaan dengan nilai ROE/EVA negatif mempunyai karakter yang berbeda dengan perusahaan dengan nilai ROE/EVA positif. Selain itu dalam penelitian Triatmojo (2011) juga tidak mengontrol *size* perusahaan.

Hubungan antara *size* dan *return* merupakan hubungan yang berkebalikan. Saham-saham dari perusahaan yang lebih kecil cenderung mempunyai *return* yang lebih tinggi daripada saham-saham dari perusahaan yang lebih besar, sehingga investor akan memilih *small firm* jika investor mempertimbangkan faktor *size*. Oleh karena itu faktor *size* mempengaruhi *return* (Fama & French, 1992; Gomez, Hodoshima, & Kunimura, 1998). Berdasarkan hal tersebut, maka penelitian ini mereplikasi penelitian Triatmojo (2011) untuk memperoleh bukti empiris mengenai pemrediksi *return* untuk kondisi ROE dan EVA positif dan negatif serta semua *size* sebagai variabel kontrol.

Dalam penelitian ini prediksi *return* diproksikan kedalam ROE dan EVA.

TINJAUAN PUSATAKADAN HIPOTESIS

Triatmojo (2011) menunjukkan secara parsial ROE lebih baik sebagai pemrediksi *retrun* dibandingkan dengan model EVA. Dilihat dari sisi negara menunjukkan bahwa secara parsial ROE merupakan pemrediksi *return* yang lebih baik dibandingkan EVA untuk negara Philipina dan Singapura. Sedangkan untuk Indonesia, Malaysia dan Thailand menunjukkan bahwa keduanya (ROE dan EVA) bukan merupakan pemrediksi *return*. Penelitian ini tidak mengontrol kondisi perusahaan dalam kondisi ROE/EVA positif atau tidak. Selain itu penelitian tersebut tidak mengontrol *size* perusahaan.

Fama dan French (1992) menunjukkan bahwa *size* lebih konsisten dan signifikan dibandingkan dengan beta dalam mempengaruhi *return*. Hubungan antara *size* dan *return* merupakan hubungan yang berkebalikan. Saham-saham dari perusahaan yang lebih kecil cenderung mempunyai *return* yang lebih tinggi daripada saham-saham dari perusahaan yang lebih besar, sehingga investor akan memilih *small firm* jika investor mempertimbangkan faktor *size* (Hadinugroho, 2002).

Hal ini didukung oleh Gomez, Hodoshima, dan Kunimura (1998) yang menyatakan bahwa *size* dapat menjelaskan risiko dan merefleksikan informasi tentang risiko. Dengan menggunakan data dari Tokyo Stock Exchange (TSE), perusahaan dengan *cash flows* yang sama, perusahaan yang berisiko mempunyai *market value* yang lebih rendah dan *expected return* yang lebih tinggi. Hal ini mengindikasikan bahwa ada hubungan antara *size* dan *return*.

Saham perusahaan dengan *size* kecil mempunyai tingkat frekuensi perdagangan tidak secepat dan tidak semudah saham perusahaan dengan *size* besar. Perusahaan dengan *size* kecil

sangat riskan terhadap perubahan kondisi ekonomi dan cenderung kurang menguntungkan dibandingkan dengan perusahaan besar. Oleh karena itu saham dari perusahaan yang mempunyai *size* kecil akan menanggung risiko yang lebih besar. Adanya risiko yang lebih besar ini, perusahaan yang mempunyai *size* kecil dituntut memberikan *return* yang lebih besar.

Chan dan Nai (1991) menunjukkan bahwa perusahaan dengan *size* kecil lebih berisiko karena mereka mempunyai efisiensi produksi yang rendah, *leverage* yang tinggi dengan tingkat profitabilitas yang rendah sehingga volatilitas *return* perusahaan dengan *size* yang kecil cenderung lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan dengan *size* besar. Selain itu *size* memuat informasi tentang tingkat kecepatan perdagangan saham, efisiensi produksi, kelangsungan hidup dan potensi *excess return* yang semuanya berdampak pada tingkat risiko sehingga *size* dapat menjelaskan variasi dalam *return* saham (Hadinugroho, 2002). Berdasarkan hasil penelitian sebelumnya, maka dapat dihipotesiskan bahwa:

H₁: ROE merupakan prekdiaktor *return* untuk kondisi ROE/EVA positif dan negatif serta semua *size*.

H₂: EVA merupakan prekdiaktor *return* untuk kondisi ROE/EVA positif dan negatif serta semua *size*.

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel Penelitian

Sampel dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur dan perdagangan di negara Indonesia (*JKSE*), Malaysia (*KLSE*), Singapore (*Straits Times*), Thailand (*SET*) dan Philipina (*PSEi*) selama lima tahun (2005 – 2009) sebanyak 9.167 perusahaan. Pemilihan sampel dilakukan dengan *purposive sampling* dengan kriteria sebagai berikut: perusahaan menerbitkan laporan keuangan secara lengkap dari tahun 2005 sampai dengan

2009 dan perusahaan yang sahamnya diperdagangkan secara aktif.

Metode Analisis Data

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

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

Keterangan:

R_{it} = *return* saham tahunan perusahaan *i* pada periode *t*, yang diukur sejak hari awal tahun perioda *t-1* sampai dengan satu hari setelah publikasi lapoaran keuangan atau, jika ada pengumuman laba periode *t*.

x_{it} = *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 dan EVA dihitung dengan:

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

$EVA = Earnings - (K_e \times equity)$ dimana $K_e = Cost\ of\ Equity$.

Oleh karena itu model ROE menjadi

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

Sedangkan model EVA menjadi

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

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

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. Deskripsi data dapat dilihat pada Tabel 1.

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. 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 data dapat dilihat pada Tabel 1.

Tabel 1. Deskripsi Statistik

	Rt	X_{it}	Δb_{it}	Δg_{it}	ROE	EVA
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

Analisis dilakukan untuk kondisi ROE dan EVA negatif dan positif. Dari analisis yang dilakukan, nilai ROE negatif nilai EVA juga negatif. Nilai ROE positif nilai EVA juga positif. Dari 9.167 data, 1994 data untuk kondisi ROE dan EVA negatif sedangkan sisanya (7.173 data) untuk kondisi ROE dan EVA positif. Jumlah data untuk perusahaan ROE/EVA

negatif untuk tahun 2005-2009 secara berturut-turut adalah 341, 344, 344, 502 dan 463. Nilai R^2 dan nilai *adjusted* R^2 untuk setiap model ditunjukkan pada Tabel 2. Dari Tabel 2. dengan menggunakan data-data ROE dan EVA negatif nilai R^2 dan nilai *adjusted* R^2 model ROE lebih tinggi dibandingkan dengan model EVA, kecuali untuk tahun 2009.

Tabel 2. R^2 Model pada ROE dan EVA negatif

		Model Dasar	Model ROE		Model EVA		
			R^2	ΔR	R^2	ΔR	
Total	R^2	0,000219	0,002	0,0016	0,000551	0,0003	ROE
	Adjusted R^2	-0,00129	0,000	0,0011	-0,00146	-0,0002	ROE
2005	R^2	0,003895	0,013	0,0091	0,008863	0,0050	ROE
	Adjusted R^2	-0,00497	0,001	0,0062	-0,00294	0,0020	ROE
2006	R^2	0,01366	0,020	0,0068	0,014162	0,0005	ROE
	Adjusted R^2	0,004957	0,009	0,0039	0,00253	-0,0024	ROE
2007	R^2	0,000498	0,005	0,0048	0,000506	0,0000	ROE
	Adjusted R^2	-0,00832	-0,006	0,0019	-0,01129	-0,0030	ROE
2008	R^2	0,018452	0,052	0,0336	0,023258	0,0048	ROE
	Adjusted R^2	0,012539	0,044	0,0319	0,015397	0,0029	ROE
2009	R^2	0,008355	0,008	0,0001	0,008565	0,0002	EVA
	Adjusted R^2	0,001873	0,000	-0,0021	-9,4E-05	-0,0020	-

Tabel 3. Uji F pada ROE dan EVA negatif

	model dasar	model ROE	model EVA
Total	0,1451	0,9200	0,2743
2005	0,4393	1,1068	0,7512
2006	1,5696	1,7683	1,2175
2007	0,0564	0,4528	0,0429
2008	3,1206 **	6,8290 ***	2,9587 **
2009	1,2890	0,9768	0,9891

* signifikan untuk 10%

** signifikan untuk 5%

*** signifikan untuk 1%

Tabel 4. Uji t pada ROE dan EVA negatif

	model dasar			model ROE		model EVA		
	Koefisien	Koef	t	Koef	T	Koef	t	
Total	<i>A</i>	0,0113	0,4109	-0,0113	-0,3735	0,0123	0,4465	
	<i>X_{it}</i>	0,0000	0,1244	0,0000	0,1819	0,0000	0,0789	
	Δb_{it}	0,0000	-0,4760	0,0000	-0,4667	0,0000	-0,4768	
	Δg_{it}	0,0000	-0,4573	0,0000	-0,4262	0,0000	-0,4311	
	<i>ROE/EVA</i>				-0,0006	-1,8011 *	0,0000	0,8137
2005	<i>A</i>	-0,2892	-9,7181 ***	-0,2809	-9,3486 ***	-0,2932	-9,8095 ***	
	<i>X_{it}</i>	-0,0400	-0,9314	-0,1082	-1,8747 *	-0,0387	-0,9025	
	Δb_{it}	0,0069	0,2117	-0,0257	-0,6849	0,0082	0,2501	
	Δg_{it}	0,0001	0,3801	0,0002	0,5254	0,0002	0,7332	
	<i>ROE/EVA</i>			0,0010	1,7610 *	0,0000	-1,2978	
2006	<i>A</i>	0,1317	2,5367 **	0,1188	2,2617 **	0,1343	2,5648 **	
	<i>X_{it}</i>	-0,1550	-2,1126 **	-0,1054	-1,3167	-0,1546	-2,1047 **	
	Δb_{it}	-0,0048	-0,3510	-0,0044	-0,3239	-0,0048	-0,3503	
	Δg_{it}	0,0000	-0,1796	0,0000	-0,1369	0,0000	-0,1754	
	<i>ROE/EVA</i>			-0,0007	-1,5316	0,0000	0,4154	

		model dasar			model ROE			model EVA		
		Koefisien	Koef	t	Koef	T	Koef	t		
2007	<i>A</i>	0,2993	2,0398	**	0,2498	1,6477	0,2984	2,0178	**	
	<i>X_{it}</i>	-0,0774	-0,3814		0,0120	0,0559	-0,0769	-0,3776		
	Δb_{it}	0,0035	0,1429		0,0045	0,1872	0,0035	0,1437		
	Δg_{it}	0,0001	0,0401		0,0000	0,0160	0,0001	0,0283		
	<i>ROE/EVA</i>				-0,0024	-1,2813	0,0000	-0,0515		
		-			-			-		
2008	<i>A</i>	-0,5213	37,5127	***	-0,5020	34,7941	***	-0,5213	37,5662	***
	<i>X_{it}</i>	0,0185	0,8141		-0,0229	-0,9370		0,0134	0,5855	
	Δb_{it}	-0,0005	-1,6534	*	-0,0005	-1,7523	*	-0,0005	-1,6565	*
	Δg_{it}	0,0000	2,5103	**	0,0000	2,2870	**	0,0000	2,5535	**
	<i>ROE/EVA</i>				0,0009	4,2002	***	0,0000	1,5638	
2009	<i>A</i>	0,4395	11,6153	***	0,4358	10,5253	***	0,4383	11,5169	***
	<i>X_{it}</i>	0,0001	1,3739		0,0001	1,3808		0,0001	1,4061	
	Δb_{it}	0,0000	-1,2438		0,0000	-1,2399		0,0000	-1,2411	
	Δg_{it}	-0,0002	-1,4239		-0,0002	-1,4202		-0,0002	-1,3980	
	<i>ROE/EVA</i>				-0,0001	-0,2191		0,0000	-0,3116	

* signifikan untuk 10%
 ** signifikan untuk 5%
 *** signifikan untuk 1%

Demikian dari uji F (Tabel 3), pada tahun 2009 nilai F hitung (model ROE dan EVA) lebih rendah dibandingkan model dasar. Sedangkan dari uji t menunjukkan bahwa untuk total (data keseluruhan pada ROE dan EVA negatif) ROE berpengaruh signifikan terhadap *return* dengan tingkat signifikansi 10%. Pengaruh ini juga

terlihat untuk tahun 2005 (dengan tingkat signifikansi 10%) dan tahun 2008 (dengan tingkat signifikansi 1%). Langkah selanjutnya analisis dilakukan setiap negara. Dari 1994 data yang digunakan Indonesia 146 data, Malaysia 936 data Philipina 127 data, Singapura 454 data dan Thailand 331.

Tabel 5. R² Model pada ROE dan EVA negatif

		model	Model ROE		Model EVA		
		dasar	R ²	ΔR	R ²	ΔR	
Indonesia	R ²	0,000658	0,001833	0,0012	0,00211	0,0015	EVA
	Adjusted R ²	-0,02045	-0,02648	-0,0060	-0,0262	-0,0057	-
Malaysia	R ²	0,050776	0,068094	0,0173	0,058623	0,0078	ROE
	Adjusted R ²	0,04772	0,06409	0,0164	0,054579	0,0069	ROE
Philipina	R ²	0,014598	0,104267	0,0897	0,024416	0,0098	ROE
	Adjusted R ²	-0,00944	0,074899	0,0843	-0,00757	0,0019	ROE
Singapura	R ²	0,000681	0,001675	0,0010	0,000683	0,0000	ROE
	Adjusted R ²	-0,00375	-0,00498	-0,0012	-0,00375	0,0000	EVA
Thailand	R ²	0,092443	0,109317	0,0169	0,110284	0,0178	EVA
	Adjusted R ²	0,084117	0,098388	0,0143	0,099367	0,0153	EVA

Dari Tabel 5. nilai R² untuk setiap model dengan menggunakan data-data ROE dan EVA negatif nilai R² dan *adjusted* model EVA lebih tinggi

dibandingkan dengan model ROE untuk Thailand. Sedangkan untuk Malaysia dan Philipina sebaliknya (model ROE lebih tinggi).

Tabel 6. Uji F pada ROE dan EVA negatif

	model dasar		model ROE		model EVA	
Indonesia	0,0312		0,0647		0,0745	
Malaysia	16,6181	***	17,0068	***	14,4942	***
Philipina	0,6074		3,5503		0,7633	
Singapura	0,1537		0,2516		0,1542	
Thailand	11,1027	***	10,0028	***	10,1023	***

* signifikan untuk 10%

** signifikan untuk 5%

*** signifikan untuk 1%

Tabel 7. Uji t pada ROE dan EVA negatif

	model dasar			model ROE			model EVA			
	Koefisien	Koef	t	Koef	t	Koef	t			
Indonesia	A	0,2888	0,8797	0,2595	0,7701	0,2876	0,8736			
	X_{it}	0,0409	0,0698	0,1497	0,2318	-0,0414	-0,0673			
	Δb_{it}	-0,0037	-0,0177	-0,0143	-0,0679	0,0065	0,0311			
	Δg_{it}	-0,0001	-0,2905	0,0000	-0,2446	-0,0001	-0,2959			
	ROE/EVA			-0,0017	-0,4075	0,0000	0,4529			
Malaysia	A	-0,0899	-3,7372	***	-0,0831	-3,4740	***	-0,0814	-3,3688	***
	X_{it}	-0,2499	-6,2631	***	-0,3646	-7,5613	***	-0,2775	-6,7727	***
	Δb_{it}	0,3733	4,7868	***	0,2540	3,0807	***	0,3665	4,7150	***
	Δg_{it}	0,0063	0,4973		0,0102	0,8088		0,0057	0,4489	
	ROE/EVA				0,0022	4,1595	***	0,0000	2,7859	***
Philippina	A	0,1860	1,9198	*	0,0986	1,0262		0,2201	2,1668	**
	X_{it}	-0,0807	-0,6576		0,0293	0,2411		-0,1017	-0,8199	
	Δb_{it}	-0,0011	-1,1298		-0,0010	-1,0673		-0,0012	-1,1669	
	Δg_{it}	-0,0003	-0,0436		0,0050	0,7308		-0,0007	-0,0959	
	ROE/EVA				-0,0025	-3,4947	***	0,0000	1,1080	
Singapura	A	0,1127	1,9174	*	0,0933	1,4226		0,1127	1,9176	*
	X_{it}									
	Δb_{it}	0,0000	-0,5470		0,0000	-0,5365		0,0000	-0,5470	
	Δg_{it}	0,0000	0,0911		0,0000	0,1275				
	ROE/EVA				-0,0004	-0,6693		0,0000	0,0964	
Thailand	A	-0,2433	-5,7689	***	-0,2202	-5,1376	***	-0,2231	-5,2416	***
	X_{it}	-0,3744	-5,7000	***	-0,4360	-6,2530	***	-0,3990	-6,0601	***
	Δb_{it}	0,0015	0,1383		0,0012	0,1080		0,0045	0,4130	
	Δg_{it}	0,0006	0,1530		0,0006	0,1526		0,0003	0,0687	
	ROE/EVA				0,0012	2,4851	**	0,0000	2,5568	**

* signifikan untuk 10%

** signifikan untuk 5%

*** signifikan untuk 1%

Dari uji F (Tabel 6) dan uji t (Tabel 7) juga menunjukkan bahwa ROE merupakan pemrediksi yang lebih baik dibandingkan dengan EVA. Tabel 7. menunjukkan bahwa pada Philipina ROE berpengaruh signifikan terhadap return sedangkan EVA tidak. Sedangkan untuk Malaysia dan Thailand keduanya (ROE dan EVA) berpengaruh terhadap return.

Selanjutnya analisis dilakukan pada kondisi ROE dan EVA positif. Data yang digunakan berjumlah 7173 data yang terdiri dari 1285 untuk tahun 2005, 1424 untuk tahun 2006, 1539 untuk tahun 2007, 1438 untuk tahun 2008 dan 1487 untuk tahun 2009.

Tabel 8. R² Model pada ROE dan EVA positif

		model	Model ROE		Model EVA		
		dasar	R ²	ΔR	R ²	ΔR	
Total	R ²	0,0111	0,0221	0,0111	0,0127	0,0016	ROE
	Adjusted R ²	0,0107	0,0216	0,0109	0,0122	0,0015	ROE
2005	R ²	0,0417	0,0542	0,0125	0,0460	0,0044	ROE
	Adjusted R ²	0,0394	0,0512	0,0118	0,0431	0,0036	ROE
2006	R ²	0,0695	0,0985	0,0290	0,0713	0,0018	ROE
	Adjusted R ²	0,0675	0,0960	0,0284	0,0686	0,0011	ROE
2007	R ²	0,0078	0,0368	0,0289	0,0083	0,0004	ROE
	Adjusted R ²	0,0065	0,0349	0,0283	0,0063	-0,0002	ROE
2008	R ²	0,0018	0,0031	0,0013	0,0019	0,0000	ROE
	Adjusted R ²	-0,0002	0,0003	0,0006	-0,0009	-0,0007	ROE
2009	R ²	0,0630	0,0796	0,0166	0,0656	0,0026	ROE
	Adjusted R ²	0,0611	0,0771	0,0160	0,0631	0,0020	ROE

Dari Tabel 8 menunjukkan bahwa R² Model ROE tertinggi dibandingkan dengan kedua model lainnya. Sedangkan dari uji F (Tabel 9) menunjukkan bahwa ketiga model signifikan, kecuali untuk tahun 2009.

Tabel 9. Uji F pada ROE dan EVA positif

	model dasar		model ROE		model EVA	
Total	26,7610	***	40,5506	***	23,0868	***
2005	18,5606	***	18,3295	***	15,4414	***
2006	35,3505	***	38,7679	***	27,2179	***
2007	6,0693	***	19,5372	***	4,2720	***
2008	0,8833		1,1122		0,6757	
2009	33,2472	***	32,0544	***	26,0233	***

* signifikan untuk 10%

** signifikan untuk 5%

*** signifikan untuk 1%

Tabel 10. Uji t pada ROE dan EVA positif

	model dasar			model ROE			model EVA			
	Koefisien	Koef	t	Koef	t	Koef	t			
Total	<i>A</i>	0,2244	22,4949	***	0,1655	13,9293	***	0,2211	22,0836	***
	<i>X_{it}</i>	0,0001	7,3237	***	0,0001	7,2995	***	0,0001	7,2607	***
	Δb_{it}	0,0097	4,5707	***	0,0099	4,7043	***	0,0097	4,5687	***
	Δg_{it}	0,0000	-1,9286	*	0,0000	-1,9243	*	0,0000	-2,0111	**
	<i>ROE/EVA</i>				0,0045	9,0013	***	0,0000	3,4557	***
2005	<i>A</i>	-0,0330	-2,7302	***	-0,0561	-4,2310	***	-0,0357	-2,9430	***
	<i>X_{it}</i>	-0,0029	-2,9569	***	-0,0029	-3,0267	***	-0,0028	-2,8972	***
	Δb_{it}	0,0106	6,2948	***	0,0106	6,3355	***	0,0106	6,3064	***
	Δg_{it}	0,0002	3,9563	***	0,0002	4,0589	***	0,0002	3,8612	***
	<i>ROE/EVA</i>				0,0017	4,1162	***	0,0000	2,4233	**
2006	<i>A</i>	0,3385	20,6559	***	0,2359	10,6519	***	0,3364	20,4768	***
	<i>X_{it}</i>	-0,0008	-1,5003		-0,0008	-1,4870		-0,0008	-1,4574	
	Δb_{it}	0,0017	0,6894		0,0026	1,0393		0,0017	0,6879	
	Δg_{it}	0,0001	1,6053		0,0001	1,5918		0,0001	1,5616	
	<i>ROE/EVA</i>				0,0081	6,7589	***	0,0000	1,6412	

	model dasar			model ROE			model EVA		
	Koefisien	Koef	t	Koef	t	Koef	t		
2007	A	0,4508	15,7054 ***	0,2950	8,0972 ***	0,4488	15,5767 ***		
	X_{it}	0,0211	3,4107 ***	0,0000	-0,6923	0,0000	-0,7368		
	Δb_{it}	0,0000	-0,6877	0,0215	3,5322 ***	0,0211	3,4076 ***		
	Δg_{it}	0,0000	0,0000 ***						
	ROE/EVA			0,0113	6,7904 ***	0,0000	0,8205		
2008	A	-0,4082	-48,8228 ***	-0,4162	-40,4487 ***	-0,4080	-48,5707 ***		
	X_{it}	-0,0006	-1,4031	-0,0006	-1,4305	-0,0006	-1,3744		
	Δb_{it}	0,0061	0,6176	0,0066	0,6615	0,0062	0,6195		
	Δg_{it}	0,0000	-0,4776	0,0000	-0,4507	0,0000	-0,4672		
	ROE/EVA			0,0006	1,3407	0,0000	-0,2336		
2009	A	0,6191	25,9471 ***	0,5496	20,1932 ***	0,6152	25,7211 ***		
	X_{it}	0,0005	2,0550 **	0,0005	2,0986 **	0,0004	1,9001 *		
	Δb_{it}	0,8808	9,1750 ***	0,8811	9,2579 ***	0,8734	9,1016 ***		
	Δg_{it}	0,0002	2,2399 **	0,0001	1,9874 **	0,0001	1,9321 *		
	ROE/EVA			0,0056	5,1715 ***	0,0000	2,0349 **		

* signifikan untuk 10%

** signifikan untuk 5%

*** signifikan untuk 1%

Hasil ini juga sama untuk uji t (Tabel 10) dimana ROE berpengaruh signifikan terhadap return, kecuali tahun 2008. Sedangkan pengaruh EVA hanya terlihat untuk tahun 2005 dan 2009. Artinya ROE merupakan pemrediksi yang baik kecuali untuk tahun 2008. Langkah selanjutnya adalah analisis dilakukan untuk tiap-tiap negara. Indonesia

menggunakan 747 data, Malaysia 2899 data, Philipina 460, Singapura 1707 data dan Thailand 1360 data. Dari Tabel 11 menunjukkan bahwa R^2 Model ROE tertinggi dibandingkan dengan kedua model lainnya kecuali untuk Indonesia. Sedangkan dari uji F (Tabel 12) menunjukkan bahwa ketiga model signifikan.

Tabel 11. R² Model pada ROE dan EVA positif

		model dasar	Model ROE		Model EVA		
			R ²	ΔR	R ²	ΔR	
Indonesia	R ²	0,0855	0,0855	0,0001	0,0855	0,0001	EVA
	Adjusted R ²	0,0818	0,0806	-0,0012	0,0806	-0,0012	-
Malaysia	R ²	0,0693	0,0739	0,0046	0,0696	0,0003	ROE
	Adjusted R ²	0,0683	0,0726	0,0043	0,0683	0,0000	ROE
Philipina	R ²	0,0773	0,0813	0,0040	0,0773	0,0000	ROE
	Adjusted R ²	0,0712	0,0733	0,0020	0,0692	-0,0020	ROE
Singapura	R ²	0,0597	0,0690	0,0093	0,0626	0,0029	ROE
	Adjusted R ²	0,0581	0,0669	0,0088	0,0604	0,0023	ROE
Thailand	R ²	0,1706	0,1760	0,0054	0,1711	0,0005	ROE
	Adjusted R ²	0,1688	0,1736	0,0048	0,1687	-0,0001	ROE

Tabel 12. Uji F pada ROE dan EVA positif

	model dasar		model ROE		model EVA	
Indonesia	23,1415	***	17,3498	***	17,3507	***
Malaysia	71,8234	***	57,7181	***	54,1059	***
Philipina	12,7356	***	10,0718	***	9,5312	***
Singapura	36,0462	***	31,5556	***	28,4057	***
Thailand	92,9940	***	72,3711	***	69,9330	***

* signifikan untuk 10%

** signifikan untuk 5%

*** signifikan untuk 1%

Tabel 13. Uji t pada ROE dan EVA positif

	model dasar				model ROE			model EVA		
	Koefisien	Koef	t		Koef	t		Koef	t	
Indonesia	A	0,2253	4,0891	***	0,2287	4,0294	***	0,2224	3,9483	***
	X_{it}	1,5257	6,7673	***	1,5387	6,6447	***	1,5208	6,7177	***
	Δb_{it}	0,0104	2,5710	**	0,0104	2,5650	**	0,0104	2,5734	**
	Δg_{it}	0,0001	3,3501	***	0,0001	3,3362	***	0,0001	3,3515	***
	ROE/EVA				-0,0003	-0,2492		0,0000	0,2563	
Malaysia	A	0,0809	6,0289	***	0,0465	2,8749	***	0,0777	5,6150	***
	X_{it}	0,3123	13,8508	***	0,2821	11,8287	***	0,3115	13,8067	***
	Δb_{it}	0,0852	4,3302	***	0,0847	4,3144	***	0,0846	4,2950	***
	Δg_{it}	-0,0016	-7,1738	***	-0,0014	-6,0720	***	-0,0016	-7,1432	***
	ROE/EVA				0,0037	3,7953	***	0,0000	0,9781	
Philippina	A	0,2448	6,2415	***	0,2723	6,2240	***	0,2453	5,9453	***
	X_{it}	0,4262	6,1634	***	0,4797	6,0886	***	0,4265	6,1183	***
	Δb_{it}	0,0012	0,3806		0,0008	0,2576		0,0012	0,3809	
	Δg_{it}	0,0009	1,5439		0,0009	1,5966		0,0009	1,5427	
	ROE/EVA				-0,0031	-1,4131		0,0000	-0,0411	
Singapura	A	0,2509	11,4817	***	0,1938	7,5195	***	0,2483	11,3575	***
	X_{it}	0,0000	-1,4209		0,0000	-1,4654		0,0000	-1,8172	*
	Δb_{it}	0,2710	7,3288	***	0,2718	7,3854	***	0,2734	7,4003	***
	Δg_{it}	0,0000	0,0152		0,0000	0,0391		0,0000	-0,6402	
	ROE/EVA				0,0037	4,1308	***	0,0000	2,2840	**
Thailand	A	-0,0511	-2,4204	**	-0,1133	-3,8221	***	-0,0539	-2,5247	**
	X_{it}	1,2457	16,0742	***	1,1877	14,9052	***	1,2452	16,0668	***
	Δb_{it}	0,1094	2,3652	**	0,0725	1,5177		0,1064	2,2954	**
	Δg_{it}	0,0015	1,3237		0,0013	1,1664		0,0014	1,2416	
	ROE/EVA				0,0056	2,9801	***	0,0000	0,8903	

* signifikan untuk 10%

** signifikan untuk 5%

*** signifikan untuk 1%

Uji t dapat dilihat pada Tabel 13 yang menunjukkan bahwa ROE berpengaruh terhadap *return* untuk Malaysia, Singapura dan Thailand dengan tingkat signfikansi 1% (termasuk kategori kuat). Sedangkan pengaruh EVA hanya terlihat signifikan untuk Singapura dengan tingkat signifikansi 5% (termasuk kategori menengah). Artinya variabel ROE merupakan pemrediksi yang lebih baik dibandingkan dengan EVA untuk Malaysia,

Singapura dan Thailand pada kondisi ROE dan EVA positif.

Langkah terakhir adalah membagi populasi menjadi 5 kelas berdasar *size*. Jumlah data berturut-turut (dari kecil ke besar) 1.833, 1.834, 1.833, 1.833 dan 1.834. Dari Tabel 14. menunjukkan bahwa model EVA merupakan prediktor yang lebih baik dibandingkan dengan model ROE.

Tabel 14. R² Model berdasar *Size*

Size	Model	Model ROE		Model EVA			
		Dasar	R ²	ΔR	R ²		ΔR
small	R ²	0,000666	0,000671	0,000005	0,012848	0,012183	EVA
	Adjusted R ²	-0,000973	-0,001516	-0,000543	0,010688	0,011662	EVA
2	R ²	0,028095	0,031249	0,003154	0,036291	0,008196	EVA
	Adjusted R ²	0,026502	0,029130	0,002629	0,034184	0,007682	EVA
3	R ²	0,076878	0,077284	0,000406	0,080247	0,003368	EVA
	Adjusted R ²	0,075364	0,075265	-0,000099	0,078234	0,002870	EVA
4	R ²	0,016127	0,025996	0,009869	0,034201	0,018074	EVA
	Adjusted R ²	0,014514	0,023866	0,009352	0,032088	0,017574	EVA
big	R ²	0,015889	0,016415	0,000526	0,018145	0,002256	EVA
	Adjusted R ²	0,014275	0,014263	-0,000012	0,015996	0,001722	EVA

Tabel 15. Uji F berdasar *Size*

Size	Model dasar	Model ROE	Model EVA	
small	0,4063	0,306744	5,948185	***
2	17,63336	***	14,74956	***
3	50,77348	***	38,27693	***
4	9,998723	***	12,20389	***
big	9,843216	***	7,626797	***

* signifikan untuk 10%
 ** signifikan untuk 5%
 *** signifikan untuk 1%

Dari Tabel 15 (uji F) dan 16 (uji t) menunjukkan bahwa EVA merupakan prediktor yang lebih baik dibandingkan dengan ROE. Hal ini ditunjukkan dari nilai F hitung dan t hitung untuk model EVA lebih tinggi dibandingkan dengan model ROE.

Tabel 16. Uji t berdasar Size

	model dasar			model ROE			model EVA		
	Koefisien	Koef	t	Koef	t	Koef	t		
Small	<i>A</i>	0,1318	6,0343 ***	0,1316	5,9718 ***	0,1261	5,7953 ***		
	<i>X_{it}</i>	-0,0180	-0,7654	-0,0177	-0,7439	-0,0239	-1,0198		
	Δb_{it}	0,0000	-0,7605	0,0000	-0,7604	0,0000	-0,7305		
	Δg_{it}	-0,0128	-0,4455	-0,0122	-0,4150	-0,0498	-1,6861 *		
	<i>ROE/EVA</i>			0,0000	-0,0935	0,0000	4,7497 ***		
2	<i>A</i>	0,0971	6,1189 ***	0,0945	5,9487 ***	0,0799	4,8774 ***		
	<i>X_{it}</i>	0,0667	3,7789 ***	0,0509	2,7119 ***	0,0350	1,8150 *		
	Δb_{it}	0,1431	4,8433 ***	0,1338	4,5001 ***	0,1240	4,1583 ***		
	Δg_{it}	0,0000	-0,0118	0,0001	0,3904	0,0003	0,7280		
	<i>ROE/EVA</i>			0,0014	2,4403 **	0,0000	3,9441 ***		
3	<i>A</i>	0,1437	7,7822 ***	0,1444	7,8130 ***	0,1273	6,5364 ***		
	<i>X_{it}</i>	0,3203	12,3024 ***	0,3337	11,1149 ***	0,2810	9,3328 ***		
	Δb_{it}	0,0020	0,6713	0,0020	0,6570	0,0033	1,0812		
	Δg_{it}	-0,0017	-5,9647 ***	-0,0018	-5,9719 ***	-0,0015	-4,9672 ***		
	<i>ROE/EVA</i>			-0,0005	-0,8965	0,0000	2,5874 ***		
4	<i>A</i>	0,1667	9,0796 ***	0,1540	8,3242 ***	0,1213	6,1366 ***		
	<i>X_{it}</i>	0,0663	3,7461 ***	0,0512	2,8488 ***	0,0437	2,4353 **		
	Δb_{it}	-0,0011	-1,3948	-0,0011	-1,4018	-0,0010	-1,3714		
	Δg_{it}	0,0024	3,1925 ***	0,0024	3,2380 ***	0,0023	3,1534 ***		
	<i>ROE/EVA</i>			0,0022	4,3049 ***	0,0000	5,8504 ***		
Big	<i>A</i>	0,3024	9,5715 ***	0,2972	9,2782 ***	0,2931	9,1922 ***		
	<i>X_{it}</i>	0,0001	4,4406 ***	0,0001	4,4151 ***	0,0001	4,4031 ***		
	Δb_{it}	0,0114	2,6912 ***	0,0113	2,6853 ***	0,0114	2,6940 ***		
	Δg_{it}	0,0000	-1,2192	0,0000	-1,2162	0,0000	-1,2564		
	<i>ROE/EVA</i>			0,0007	0,9889	0,0000	2,0494 **		

* signifikan untuk 10%

** signifikan untuk 5%

*** signifikan untuk 1%

Dari analisis di atas menunjukkan bahwa untuk kinerja perusahaan yang baik (ditunjukkan dengan nilai ROE/EVA positif) ROE merupakan prediktor yang tepat untuk return. Hal ini disebabkan karena ROE merupakan satu yang rasio yang sering digunakan untuk mengukur kinerja keuangan perusahaan secara keseluruhan, sehingga menimbulkan sentimen positif di antara pelaku perdagangan (Rappaport, 1986; Monteiro, 2006; Stowe, Robinson, Pinto & McLeavy, 2002; Correia, Flynn, Uliana & Wormald, 2003; Firer, Ross, Westerfield & Jordan, 2004). Sedangkan jika variabel *size* merupakan variabel yang perlu diperhatikan oleh pelaku perdagangan sebaiknya memilih EVA untuk memprediksi return, sebab EVA merupakan pemrediksi yang lebih tepat dibandingkan dengan ROE. Hal ini disebabkan jika menganalisis perusahaan menggunakan ROE, sangat rentan terhadap manipulasi ketika manajer memiliki hak untuk membuat keputusan atas tingkat investasi (Jensen & Meckling, 1999).

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 mempengaruhi ROE sehingga *gearing* yang lebih tinggi tingkat perputaran aset yang lebih tinggi, yang belum tentu menguntungkan, dapat menyebabkan ROE lebih tinggi (Hawawini & Viallet, 1999).

Stewart III (2003) dari Stern Stewart & Co mengklaim bahwa penyebab utama untuk masalah dalam pengukuran nilai yang tidak tepat disebabkan bahwa akuntansi telah menjadi “terbatasan” 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 Stewart III (2003) identifikasi secara khusus berkaitan

dengan Penggunaan ROE untuk mengukur nilai. ROE mengabaikan biaya ekuitas sedangkan ekuitas bukan merupakan sumber bebas dan memiliki biaya yang sama dengan bunga yang dikenakan pada utang. Yang mengarah ke perusahaan sering melaporkan keuntungan sedangkan mereka benar-benar tidak menciptakan nilai atau bahkan menghancurkan nilai pemegang saham. Itulah mengapa konsep keuntungan ekonomi atau nilai sisa (*residual value*) dipandang menjadi alat ukur yang lebih baik (Triatmojo, 2011).

SIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN

Dari penelitian ini dapat disimpulkan bahwa dengan mengontrol nilai ROE dan EVA (negatif dan positif), ROE secara parsial dapat memprediksi *return* saham, untuk ROE dan EVA bernilai negatif ditunjukkan pada tahun 2008. Sedangkan pada kondisi ROE dan EVA positif ditunjukkan pada setiap tahun, kecuali tahun 2008. Artinya ROE lebih tepat berperan sebagai pemrediksi *return* dibandingkan EVA pada kondisi ROE dan EVA positif. Anomali terjadi untuk data tahun 2008, dimana ROE lebih tepat sebagai pemrediksi *return* pada kondisi ROE dan EVA negatif. Sedangkan pada kondisi ROE dan EVA positif justru tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan. Dari analisis setiap negara pada kondisi ROE dan EVA positif ROE merupakan pemrediksi *return* yang lebih tepat dibandingkan EVA untuk negara Malaysia, Philipina dan Thailand. Hasil berkebalikan justru ditunjukkan ketika variabel *size* perusahaan dimasukkan sebagai kontrol, hasilnya menunjukkan bahwa EVA merupakan pemrediksi yang lebih tepat dibandingkan dengan ROE.

Penelitian mendatang sebaiknya variabel kontrol tidak dibatasi kondisi ROE/EVA positif atau tidak dan *size* perusahaan. Hal ini disebabkan

return sangat sensitif terhadap kondisi pasar (volume perdagangan, *bid-ask spread*, *day of the*

week, *return* pasar dan perubahan kebijakan *tick size*).

DAFTAR PUSTAKA

- Chan, H., & F. C. Nai, (1991), Structural and Return Characteristics of Small and Large Firms, *Journal of Finance*, 46(4):1467-1484.
- 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.
- Fama & French, (1992), The Cross Section of Expected Return, *Journal of Finance*, 47:427-465.
- Finegan, P. T. (1991). 'Maximising shareholder value at the private company', *Journal of Applied Corporate Finance*, 4(1):30-45.
- Firer, C., Ross, S. A., Westerfield, R.W. & Jordan, B. D. (2004). *Fundamentals of corporate finance*. 3rd South African edition. New York: McGraw-Hill.
- Gomez, X. G., J. Hodoshima, M. & Kunimura, (1998), Does Size Really Matter in Japan? *Association for Investment Management and Research*, November/Desember:22-34.
- Hadinugroho, B. (2002), Pengaruh Beta, Size, Book to Market, Equity and Earning Yields terhadap Return Saham, *Tesis UGM* Unpublished.
- Hawawini, G. & Viallet, C. (1999). *Finance for executives*. Cincinnati, Ohio: Thomson.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1999). 'Specific knowledge and divisional performance measurement', *Journal of Applied Corporate Finance*, 12(2):8-17.
- Monteiro, A. (2006). 'A quick guide to financial ratios'. *The Citizen*, Moneyweb Business Insert, 6 May: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.
- Stowe, J. D., Robinson, T. R., Pinto, J. E. & McLeavy, D. W. (2002). *Analysis of equity investments: Valuation*. Baltimore: AIMR.
- Triatmojo, J. (2011), Model Terbaik dalam Memprediksi Return: Return on Equity (ROE) atau Economic Value Added (EVA), *Media Riset Akuntansi*, 1 (2): 141-157.