

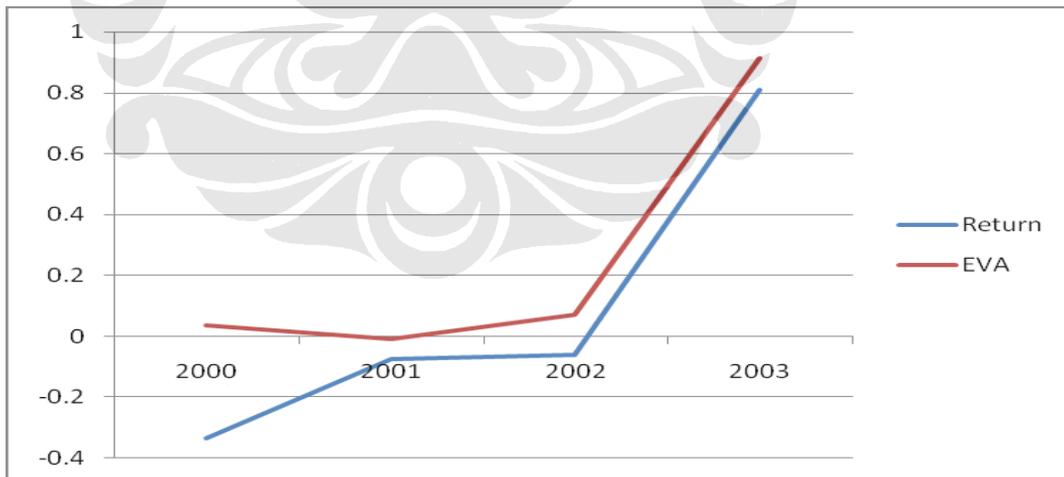
## BAB IV

### ANALISIS DAN PEMBAHASAN

#### 4.1 Pergerakan Rata-rata EVA dan *Return* Saham periode 2000-2003

Pergerakan rata-rata EVA dan return saham ditunjukkan pada gambar 4.1. Dari gambar tersebut dapat dilihat bahwa rata-rata EVA positif selama 4 tahun (2000-2003), sedangkan return saham memiliki rata-rata yang negatif pada tahun 2000-2002 dan bergerak menuju angka positif pada tahun 2003. Rata-rata EVA yang positif diikuti dengan rata-rata return yang negatif dapat dijelaskan bahwa pasar memiliki ekspektasi akan adanya penurunan EVA.

**Gambar 4.1**  
**Rata-rata EVA dan *Return* Saham**



**Tabel 4.1**

**Komposisi EVA dan *Return* Perusahaan Sampel.**

C.     - <i>Return</i> + EVA 5	A.   + Ret + EVA 11
D.     - <i>Return</i> -EVA 4	B.   + Ret-EVA 9

Dari tabel 4.1 diatas dapat dilihat bahwa ada sekitar 37.93% perusahaan yang memiliki positif *return* dan positif EVA, 31.10 % perusahaan yang memiliki positif *return* dan negatif EVA, 17.24% perusahaan dengan negatif *return* dan positif EVA, dan 13.79 % perusahaan dengan negatif *return* dan negatif EVA. Dari keempat komposisi diatas, komposisi yang memerlukan penjelasan lebih lanjut adalah komposisi B dan C.

Komposisi B : Perusahaan yang memiliki positif *return* dan negatif EVA terdiri dari BLTA, CTRS, DLTA, LMSH, LPKR, MYOR, TCID, TINS, TLKM, dan UNIC. Kemungkinan yang dapat menjelaskan pola perusahaan dengan positif *return* dan negatif EVA adalah sebagai berikut:

- Saham *Overpriced*
- *Market Expectation*. Pasar mengharapkan peningkatan EVA , Hal ini berdasarkan asumsi bahwa EVA dapat meningkatkan nilai saham perusahaan kedepan sehingga harga saham diharapkan akan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Pasar mengharapkan ke-sembilan perusahaan tersebut untuk berupaya meningkatkan EVA dengan cara meningkatkan efisiensi operasi dan keuangan.

Komposisi C : Perusahaan yang memiliki negatif *return* dengan positif EVA terdiri dari EKAD,FAST, GGRM, HMSP, UNVR. Kemungkinan yang dapat menjelaskan terjadinya pola seperti ini adalah sebagai berikut :

- Saham *Underpriced*
- *Market Expectation*. Pasar memperkirakan bahwa akan terjadi kemungkinan penurunan EVA pada kelima perusahaan tersebut.

#### 4.2 Analisa Deskriptif *Economic Value Added (EVA)*, *Net Operating Profit After Tax (NOPAT)*, dan *Cash Flow Operation (CFO)* , *Return*, dan *Abnormal Return*

Deskriptif statistik dari *Economic Value Added (EVA)*, *Net Operating Profit After Tax (NOPAT)* , *Cash Flow Operation (CFO)* , *return* dan *abnormal return* adalah :

**Tabel 4.2**  
**Statistik Deskriptif Variabel**

	EVA	NOPAT	CFO	<i>Return</i>	<i>Abnormal return</i>
Mean	0.2539	0.1648	0.1279	0.0825	0.0153
Median	0.0000	0.1400	0.1180	-0.0466	-0.0555
Std.Dev	2.18817	0.11073	0.16026	0.92506	0.68108
Maks	0.2343	0.54	0.53	3.39	4.58
Min	-0.41	-0.05	-0.79	-0.41	-1.04
Skewness	10.522	0.955	-1.425	4.306	3.657
Kurtosis	12.292	1.399	8.887	25.112	22.888

Statistik deskriptif pada tabel diatas memberikan gambaran mengenai nilai rata-rata ( mean) dan standar deviasi standar data yang digunakan dalam penelitian ini. Penelitian ini menggunakan data yang mencakup tahun 2000 sampai dengan tahun 2003

**4.3 Model 1: Pengaruh *Economic Value Added (EVA)*, *Net Operating Profit After Tax (NOPAT)*, dan *Cash Flow Operation (CFO)* secara individual terhadap *Return*.**

**4.3.1 Analisa Korelasi**

**Tabel 4.3**

**Korelasi EVA, NOPAT, CFO terhadap *Return Saham***

	Ret	EVA	NOPAT	CFO
Ret				
Pearson Corr.	1	0.137	-0.152	0.002
Sig (1-tailed)	-	0.071	0.052	0.490
EVA				
Pearson Corr.	0.137	1	-0.051	0.041
Sig (1-tailed)	0.071	-	0.293	0.331
NOPAT				
Pearson Corr.	-0.152	-0.051	1	0.442
Sig (1-tailed)	0.052	0.293	-	0.000
CFO				
Pearson Corr.	0.002	0.041	0.442	1
Sig (1-tailed)	0.490	0.331	0.000	-

Tabel 4.3 memperlihatkan hasil uji korelasi antar variabel yang mencerminkan ada atau tidaknya kekuatan hubungan antar variabel dalam persamaan model ke-1 secara simultan. Uji korelasi dilakukan dengan menggunakan *Pearson Correlation* secara silang (*cross correlation*) antar variabel dan disertai signifikansi (*1 tailed*). Korelasi antara variabel NOPAT dengan *Return* diperoleh angka negatif, sedangkan korelasi lainnya positif. Hal ini menunjukkan bahwa CFO dan EVA berpengaruh positif terhadap *return*, berbeda dengan NOPAT yang justru berpengaruh negatif terhadap *return*. Namun jika

dilihat dari angka *probability value* diperoleh bahwa *P-Value* EVA (0.071), NOPAT (0.052), dan CFO (0.49) yang berarti bahwa EVA, NOPAT, dan CFO tidak memiliki korelasi yang signifikan terhadap *return* saham.

#### 4.3.2 Analisa Regresi Sederhana Model 1

**Tabel 4.4**  
**Hasil Uji Regresi Sederhana Model 1**

Variabel	Konstanta	Beta	T-stat	R-square	Prob	Simpulan
EVA	-0.0276	0.0604	3.5489	10.11%	0.00056	Signifikan
NOPAT	0.0815	-0.453	-1.314	1.59%	0.1912	Tidak Signifikan
CFO	-0.0848	0.4006	2.1970	4.23%	0.0300	Signifikan

Penjelasan hasil regresi sederhana adalah sebagai berikut :

1) Pengaruh EVA. Hasil Uji diperoleh bahwa *P value* EVA sebesar 0.00056 atau lebih kecil dibandingkan tingkat signifikansi 5%. Hal ini berarti bahwa  $H_0$  gagal diterima dimana hipotesis yang menyatakan bahwa EVA memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham terbukti. Kontribusi EVA dalam menjelaskan variasi *return* saham sebesar 10.11%, sedangkan sisanya sebesar 89.89% dijelaskan oleh faktor lain yang tidak diperhitungkan kedalam model.

2) Pengaruh NOPAT. Hasil Uji untuk NOPAT diperoleh bahwa *P-Value* NOPAT sebesar 0.1912 atau lebih besar dari tingkat signifikansi 5%. Berdasarkan hasil tersebut, maka  $H_0$  gagal ditolak, yang berarti bahwa hipotesis yang menyatakan bahwa tolak ukur kinerja NOPAT berpengaruh signifikan terhadap *return* saham tidak terbukti. Kontribusi NOPAT

dalam menjelaskan variasi *return* saham sebesar 1.59%, ini berarti masih ada 98.41% faktor lainnya yang menjelaskan variasi *return* saham.

3) Pengaruh CFO. Hasil uji regresi sederhana menunjukkan bahwa *P-value* CFO sebesar 0.03 atau lebih kecil dibandingkan tingkat signifikansi 5% sehingga  $H_0$  ditolak hal ini berarti bahwa hipotesis yang menyatakan bahwa CFO memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham terbukti. Namun demikian kontribusi CFO dalam menjelaskan variasi *return* saham rendah yaitu sebesar 4.23%, berarti masih ada 95.77% variabel *return* saham yang dijelaskan oleh faktor lainnya.

Untuk mengetahui tolak ukur mana yang memiliki pengaruh yang paling signifikan terhadap *return* saham, dapat dilihat dari besaran koefisien beta. Berdasarkan tabel diperoleh bahwa CFO memiliki pengaruh yang lebih nyata terhadap *return* dibandingkan EVA dan NOPAT. Hasil ini sebanding dengan hasil penelitian oleh Pradhono yang menyatakan bahwa CFO memiliki pengaruh yang lebih nyata terhadap *return*.

Dari tabel juga dapat dilihat bahwa  $r^2$  (EVA) >  $r^2$  (CFO) >  $r^2$  (NOPAT) . Hal ini berarti bahwa variabel EVA lebih dapat menjelaskan variasi *return* saham dibanding CFO dan NOPAT. Hasil penelitian ini sebanding dengan hasil penelitian oleh Biddle yang menyatakan bahwa EVA lebih dapat menjelaskan variasi imbal saham dibanding dengan variabel pengukur akuntansi. Hasil ini juga sejalan dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Chen dan Dodd yang menemukan bahwa EVA memiliki kemampuan yang lebih dalam menjelaskan variasi *return* saham dibandingkan pengukuran kinerja akuntansi lainnya.

**4.4 Model 1: Pengaruh *Economic Value Added (EVA)*, *Net Operating Profit After Tax (NOPAT)*, dan *Cash Flow Operation (CFO)* secara simultan terhadap *Return*.**

**4.4.1. Analisa Regresi Berganda Model 1**

**Tabel 4.5**

**Hasil Regresi Berganda Model 1**

Variabel	Coefficient	Std. Error	t-Stat	Prob.
C	0.0601	0.0743	0.8099	0.4197
EVA	0.0578	0.0207	2.7848	0.0062
NOPAT	-0.7922	0.3672	-2.1574	0.0331
CFO	0.5228	0.2410	2.1691	0.0321
R-squared	0.1203	Prob(F-statistic)		0.0023
F-statistic	5.1070	Durbin-Watson stat		2.0064

Dari tabel 4.5 diatas maka didapat *R Square* sebesar 0.1203 yang berarti bahwa EVA, NOPAT, dan CFO secara bersama-sama dapat menjelaskan variasi *return* sebesar 12.03% sedangkan sisanya dijelaskan oleh faktor lain yang tidak dimasukkan kedalam model ini. nilai *P-Value* EVA, NOPAT dan CFO masing masing sebesar 0.0062, 0.0331, dan 0.0321 atau lebih kecil dibanding tingkat signifikansi 5% hal ini berarti bahwa EVA, NOPAT dan CFO secara bersama-sama memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham.

#### 4.4.2 Uji Asumsi Klasik

##### a. Uji Normalitas

**Tabel 4.6**  
**Uji Normalitas**

	R	EVA	NOPAT	CFO
Jarque-Bera	3131.2	57896.94	25.1951	383.98
Probability	0	0	0.000006	0

Untuk melakukan uji normalitas maka dilakukan uji normalitas *error term* dengan menggunakan hipotesis dan kriteria sebagai berikut :

Ho : *error term* tidak terdistribusi normal

H1 : *error term* terdistribusi normal

Dari tabel output diperoleh kesimpulan sebagai berikut :

1. EVA memiliki nilai *P-Value* sebesar 0.000 atau lebih kecil dibanding tingkat signifikansi 5% sehingga Ho ditolak berarti bahwa *error term* EVA terdistribusi normal.
2. NOPAT memiliki nilai *P-Value* sebesar 0.000006 atau lebih kecil dibanding tingkat signifikansi 5% sehingga Ho ditolak berarti bahwa dengan tingkat keyakinan 95%, dapat dikatakan bahwa *error term* NOPAT terdistribusi normal.

3. CFO memiliki nilai *P-Value* sebesar 0.0000 atau lebih kecil dibanding tingkat signifikansi 5% sehingga  $H_0$  ditolak berarti bahwa dengan tingkat keyakinan 95% dapat dikatakan bahwa *error term* CFO terdistribusi normal.
4. *Return* memiliki nilai *P-Value* sebesar 0.0000 atau lebih kecil dibanding tingkat signifikansi 5% sehingga  $H_0$  ditolak berarti bahwa dengan tingkat keyakinan 95% maka dapat dikatakan bahwa *error term return* terdistribusi normal.

**b. Uji Multikolinearitas**

**Tabel 4.7**  
**Uji Multikolinearitas**

	Tolerance	VIF
EVA	0.992	1.008
NOPAT	0.800	1.250
CFO	0.801	1.249

Terlihat dari tabel 4.7 bahwa nilai *tolerance* lebih besar dari 0.1 . Oleh karena itu semua variabel dapat dikatakan telah memenuhi persyaratan ambang toleransi. Misalnya Model ini menghasilkan angka *tolerance* sebesar 0.992 untuk variabel EVA. Hal ini berarti  $R^2$  adalah  $1-0.992$  atau . Jadi hanya 0.8 % variabilitas EVA bisa dijelaskan oleh prediktor atau variabel bebas lain.Suatu model dapat dikatakan mengandung multikolinearitas, jika memiliki angka *variance Inflation Factor* atau VIF diatas 5. baik variabel EVA, NOPAT maupun CFO memiliki nilai VIF dibawah 5 sehingga dapat dikatakan bahwa model tidak mengandung persoalan multikolinearitas.

### c. Uji Heteroskedastis

Dalam melakukan pengujian heteroskedastisitas digunakan hipotesa sebagai berikut :

Ho : tidak ada heteroscedastisitas (homoskedastis)

Hi : ada heteroskedastisitas

**Tabel 4.8**  
**Uji Heteroskedastisitas**

White Heteroskedasticity Test:			
F-statistic	0.5034	Probability	0.8690
Obs*R-squared	4.7577	Probability	0.8548

Dengan tingkat signifikansi sebesar 5%, maka terima Ho karena  $P\text{-Value} = 0.8548 > 0.05$  sehingga dapat disimpulkan dengan tingkat keyakinan sebesar 95% maka model tidak mengandung persoalan heteroskedastisitas.

**4.5 Model 2 Pengaruh *Economic Value Added (EVA)*, *Net Operating Profit After Tax (NOPAT)*, dan *Cash Flow Operation (CFO)* secara individual terhadap *Abnormal return*.**

**4.5.1 Analisa Korelasi**

**Tabel 4.9**  
**Korelasi EVA, NOPAT, dan CFO terhadap *Abnormal return***

	Ab.Ret	EVA	NOPAT	CFO
Ab.Ret				
Pearson Corr.	1	0.102	-0.136	-0.007
Sig (1-tailed)	-	0.138	0.072	0.470
EVA				
Pearson Corr.	0.102	1	-0.051	0.041
Sig (1-tailed)	0.138	-	0.293	0.331
NOPAT				
Pearson Corr.	-0.136	-0.051	1	0.442
Sig (1-tailed)	0.072	0.293	-	0.000
CFO				
Pearson Corr.	-0.007	0.041	0.442	1
Sig (1-tailed)	0.470	0.331	0.000	-

Tabel 4.9. memperlihatkan hasil uji korelasi antar variabel yang mencerminkan ada atau tidaknya kekuatan hubungan antar variabel dalam persamaan model ke-1. Uji korelasi dilakukan dengan menggunakan *Pearson Correlation* secara silang (*cross correlation*) antar variabel dan disertai signifikansi (*1 tailed*). Korelasi antara variabel CFO dengan *abnormal return* diperoleh angka negatif, begitu juga dengan korelasi antara NOPAT dengan *abnormal return*. Sedangkan korelasi EVA dengan *abnormal return* diperoleh

angka yang positif. Hal ini menunjukkan bahwa EVA berpengaruh positif terhadap *abnormal return*, berbeda NOPAT dan CFO yang justru berpengaruh negatif terhadap *abnormal return*. Namun jika dilihat dari angka *probability value* diperoleh bahwa *P-Value* EVA (0.138), NOPAT (0.072) dan CFO (0.470). Hal ini berarti dengan tingkat signifikansi 5% bahwa EVA, NOPAT, dan CFO tidak memiliki korelasi yang positif terhadap *abnormal return* saham.

#### 4.5.2 Analisa Regresi

**Tabel 4.10**  
**Hasil Uji Regresi**

Variabel	Konstanta	Beta	T-stat	R-square	Prob	Signifikansi
EVA	-0.0243	0.0435	2.6492	5.88%	0.0092	Signifikan
NOPAT	-0.0997	0.48914	1.63	2.29%	0.0299	Signifikan
CFO	-0.0649	0.4069	1.89	3.02%	0.0039	Signifikan

Penjelasan hasil regresi sederhana adalah sebagai berikut :

1) Pengaruh EVA. Hasil Uji diperoleh bahwa *P value* EVA sebesar 0.0092 atau lebih kecil dibandingkan tingkat signifikansi 5%. Hal ini berarti bahwa  $H_0$  gagal diterima dimana hipotesis yang menyatakan bahwa EVA memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *abnormal return* saham terbukti. Kontribusi EVA dalam menjelaskan variasi *abnormal return* saham sebesar 5.88%, sedangkan sisanya sebesar 94.12% dijelaskan oleh faktor lain yang tidak diperhitungkan kedalam model.

2) Pengaruh NOPAT. Hasil Uji untuk NOPAT diperoleh bahwa *P-Value* NOPAT sebesar 0.0299 atau lebih kecil dari tingkat signifikansi 5%. Berdasarkan hasil tersebut, maka  $H_0$  gagal diterima, yang berarti bahwa hipotesis yang menyatakan bahwa tolak ukur kinerja NOPAT berpengaruh signifikan terhadap *abnormal return* saham terbukti. Kontribusi NOPAT dalam menjelaskan variasi *abnormal return* saham sebesar 2.29%, ini berarti masih ada 97.71% faktor lainnya yang menjelaskan variasi *return* saham.

3) Pengaruh CFO. Hasil uji regresi sederhana menunjukkan bahwa *P-value* CFO sebesar 0.0039 atau lebih kecil dibandingkan tingkat signifikansi 5% sehingga  $H_0$  ditolak hal ini berarti bahwa hipotesis yang menyatakan bahwa CFO memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *abnormal return* saham terbukti. Namun demikian kontribusi CFO dalam menjelaskan variasi *abnormal return* saham rendah yaitu sebesar 3.02%, berarti masih ada 95.77% variabel *abnormal return* saham yang dijelaskan oleh faktor lainnya.

Untuk mengetahui tolak ukur mana yang memiliki pengaruh yang paling signifikan terhadap *abnormal return* saham, dapat dilihat dari besaran koefisien beta. Berdasarkan tabel diperoleh bahwa NOPAT memiliki pengaruh yang lebih nyata terhadap *abnormal return* dibandingkan EVA dan CFO.

Dari hasil regresi dapat diketahui bahwa  $R^2(\text{EVA}) > R^2(\text{CFO}) > R^2(\text{NOPAT})$ . Variabel independen EVA lebih dapat menjelaskan variasi *abnormal return* saham dibanding kemampuan NOPAT dan CFO dalam menjelaskan variasi *abnormal return*. Nilai *P-Value* EVA, NOPAT dan CFO masing masing sebesar 0.0092, 0.0292, dan 0.030 atau lebih kecil dibanding tingkat signifikansi 5% hal ini berarti bahwa EVA, NOPAT, dan CFO memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *abnormal return*.

**4.6 Model 2 Pengaruh *Economic Value Added (EVA)*, *Net Operating Profit After Tax (NOPAT)*, dan *Cash Flow Operations (CFO)* secara simultan terhadap *Abnormal return (AR)*.**

$$AR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EVA_{i,t} + \beta_2 NOPAT_{i,t} + \beta_4 CFO_{i,t} + e_{i,t}$$

#### 4.6 1 Pengujian Ekonometrik Model 2

##### a. Uji Normalitas

**Tabel 4.11**  
**Uji Normalitas**

	AR	EVA	NOPAT	CFO
Jarque-Bera	3509.0720	57896.945	25.1951	383.9808
Probability	0	0	0.000006	0

Untuk melakukan uji normalitas maka dilakukan uji normalitas *error term* dengan menggunakan hipotesis dan kriteria sebagai berikut :

Ho : *error term* tidak terdistribusi normal

H1 : *error term* terdistribusi normal

Dari tabel output diperoleh kesimpulan sebagai berikut :

1. EVA memiliki nilai *P-Value* sebesar 0.000 atau lebih kecil dibanding tingkat signifikansi 5% sehingga Ho ditolak berarti bahwa *error term* EVA terdistribusi normal.

2. NOPAT memiliki nilai *P-Value* sebesar 0.000006 atau lebih kecil dibanding tingkat signifikansi 5% sehingga  $H_0$  ditolak berarti bahwa dengan tingkat keyakinan 95%, dapat dikatakan bahwa *error term* NOPAT terdistribusi normal.
3. CFO memiliki nilai *P-Value* sebesar 0.000 atau lebih kecil dibanding tingkat signifikansi 5% sehingga  $H_0$  ditolak berarti bahwa dengan tingkat keyakinan 95% dapat dikatakan bahwa *error term* CFO terdistribusi normal.
4. *Abnormal return* memiliki nilai *P-Value* sebesar 0.000 atau lebih kecil dibanding tingkat signifikansi 5% sehingga  $H_0$  ditolak berarti bahwa dengan tingkat keyakinan 95% maka dapat dikatakan bahwa *error term abnormal return* terdistribusi normal.

#### **b. Pengujian Heteroskedastis**

Dalam melakukan pengujian heteroskedastisitas dapat diambil kesimpulan bahwa model tidak mengalami gejala heteroskedastis karena probability F-stat lebih besar dari alpha 5%

**Tabel 4.12**  
**Uji Heteroskedastisitas**

White Heteroskedasticity Test:			
F-statistic	0.5034	Probability	0.8690
Obs*R-squared	4.7577	Probability	0.8548

### c. Pengujian Otokolerasi

Untuk menguji otokolerasi maka dapat digunakan serial autokorelasi test berikut adalah output yang diperoleh

**Tabel 4.13**  
**Uji Autokolerasi**

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	0.0311	Probability	0.9693
Obs*R-squared	0.0656	Probability	0.9676

Berdasarkan output tersebut maka dapat dikatakan bahwa model tidak mengalami gejala autokolerasi karena *probability-stat* lebih besar dari alpha 5%.

### d. Pengujian Multikolinearitas

**Tabel 4.14**  
**Uji Multikolinearitas**

	Tolerance	VIF
EVA	0.992	1.008
NOPAT	0.800	1.250
CFO	0.801	1.249

Terlihat dari tabel 4.14 diatas bahwa seluruh variabel independen memiliki nilai *tolerance* lebih besar dari 0.1 . Oleh karena itu semua variabel dapat dikatakan telah memenuhi persyaratan ambang toleransi. Misalnya model ini menghasilkan angka *tolerance* sebesar 0.992 untuk variabel EVA. Hal ini berarti  $R^2$  adalah  $1-0.992$  atau 0.008 . Jadi hanya 8 % variabilitas EVA bisa dijelaskan oleh prediktor atau variabel bebas lain.

Suatu model dapat dikatakan mengandung multikolinearitas, jika memiliki angka *variance Inflation Factor* atau VIF diatas 5. baik variabel EVA, NOPAT maupun CFO memiliki nilai VIF dibawah 5 sehingga dapat dikatakan bahwa model tidak mengandung persoalan multikolinearitas.

#### 4.6.2 Analisa Regresi

**Tabel 4.15**  
**Hasil Uji Regresi Berganda Model 2**

Variabel	Coefficient	Std. Error	t-Stat	Prob.
C	-0.1482	0.0660	-2.2443	0.0267
EVA	0.0441	0.0159	2.7699	0.0065
NOPAT	0.4595	0.3410	1.3472	0.1806
CFO	0.2818	0.2544	1.1076	0.2703
R-squared	0.1274	Mean dependent var		-0.003
F-statistic	5.4549	Durbin-Watson stat		2.2914
Prob(F-stat)	0.0015			

Dari tabel 4.15 diatas maka didapat *R Square* sebesar 0.1274 yang berarti bahwa EVA, NOPAT, dan CFO secara bersama-sama dapat menjelaskan variasi *abnormal return* sebesar 12.74% sedangkan sisanya dijelaskan oleh faktor lain yang tidak dimasukkan kedalam model ini. Nilai *P-Value* EVA, NOPAT dan CFO masing masing sebesar 0.0065, 0.1806 , dan 0.2703. Hal ini berarti bahwa dengan tingkat signifikansi 5% , maka EVA memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *abnormal return*. Sedangkan NOPAT dan CFO secara bersama-sama tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *abnormal return* saham.

**4.7 Analisa Deskriptif Perubahan *Economic Value Added* ( $\Delta$ EVA), Perubahan *Net Operating Profit After Tax* ( $\Delta$ NOPAT), dan Perubahan *Cash Flow Operation* ( $\Delta$ CFO), *Return*, dan *Abnormal return***

Deskriptif statistik dari Perubahan *Economic Value Added* ( $\Delta$ EVA), perubahan *Net Operating Profit After Tax* ( $\Delta$ NOPAT), perubahan *Cash Flow Operation* ( $\Delta$ CFO), *return* dan *abnormal return* adalah

**Tabel 4.16**  
**Deskripsi Statistik**

	$\Delta$ EVA	$\Delta$ NOPAT	$\Delta$ CFO	<i>Return</i>	<i>Abnormal return</i>
Mean	-0.4798	-0.5503	0.65189	0.0825	0.0153
Median	-0.0956	0.0325	0.0185	-0.0466	-0.0555
Std.Dev	0.104	0.5960	0.4479	0.92506	0.68108
Maks	4.47	0.5962	0.40280	3.39	4.58
Min	-8.56	-0.577	-0.4826	-0.41	-1.04
Skewness	-5.510	-9.146	8.283	4.306	3.657
Kurtosis	56.775	84.891	73.384	25.112	22.888

**4.8 Model 3 Pengaruh Perubahan *Economic Value Added* ( $\Delta$ EVA), Perubahan *Net Operating Profit After Tax* (NOPAT), dan Perubahan *Cash Flow Operation* (CFO) secara individual terhadap *Return***

**4.8.1 Analisa Korelasi**

**Tabel 4.17**  
**Korelasi  $\Delta$ EVA,  $\Delta$ NOPAT, dan  $\Delta$ CFO dengan *Return***

	Ret	$\Delta$ EVA	$\Delta$ NOPAT	$\Delta$ CFO
Ret				
Pearson Corr.	1	0.067	-0.658	-0.123
Sig (1-tailed)	-	0.269	0.000	0.127
$\Delta$ EVA				
Pearson Corr.	0.067	1	-0.004	0.012
Sig (1-tailed)	0.269	-	0.487	0.456
$\Delta$ NOPAT				
Pearson Corr.	-0.658	-0.004	1	0.131
Sig (1-tailed)	0.000	0.487	-	0.114
$\Delta$ CFO				
Pearson Corr.	-0.123	0.012	0.131	1
Sig (1-tailed)	0.127	0.456	0.114	-

Tabel 4.17 memperlihatkan hasil uji korelasi antar variabel yang mencerminkan ada atau tidaknya kekuatan hubungan antar variabel dalam persamaan model ke-1 secara simultan. Uji korelasi dilakukan dengan menggunakan *Pearson Correlation* secara silang (*cross correlation*) antar variabel dan disertai signifikansi (*1 tailed*). Korelasi antara variabel  $\Delta$ EVA dengan *Return* diperoleh angka positif, sedangkan

korelasi lainnya negatif. Hal ini menunjukkan bahwa  $\Delta$ EVA berpengaruh positif terhadap *return*, berbeda dengan  $\Delta$ NOPAT dan  $\Delta$ CFO yang justru berpengaruh negatif terhadap *return*. Namun jika dilihat dari angka *probability value* diperoleh bahwa *P-Value*  $\Delta$ EVA (0.269) dan  $\Delta$ CFO (0.127) lebih besar dibanding tingkat signifikansi 5% sehingga terima  $H_0$  yang berarti bahwa  $\Delta$ EVA dan  $\Delta$ CFO tidak memiliki korelasi yang positif terhadap *return* saham.

#### 4.8.2 Analisa Regresi

**Tabel 4.18**  
**Hasil Uji Regresi Sederhana Model 3**

Variabel	Konstanta	Beta	T-stat	R-square	Prob	Signifikansi
$\Delta$ EVA	0.1290	0.0006	1.03	5.13%	0.3057	Tidak Signifikan
$\Delta$ NOPAT	0.0914	-0.011	-11.85	62.15%	0.000	Signifikan
$\Delta$ CFO	0.1506	-0.0017	-1.92	9.8%	0.0571	Tidak Signifikan

Penjelasan hasil regresi sederhana adalah sebagai berikut :1) Pengaruh  $\Delta$ EVA. Hasil Uji diperoleh bahwa *P value*  $\Delta$ EVA sebesar 0.3057 atau lebih besar dibandingkan tingkat signifikansi 5%. Hal ini berarti bahwa  $H_0$  gagal ditolak dimana hipotesis yang menyatakan bahwa  $\Delta$ EVA memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham tidak terbukti. Kontribusi  $\Delta$ EVA dalam menjelaskan variasi *return* saham sebesar 5.13%, sedangkan sisanya sebesar 94.87% dijelaskan oleh faktor lain yang tidak diperhitungkan kedalam model. 2) Pengaruh  $\Delta$ NOPAT. Hasil Uji untuk  $\Delta$ NOPAT diperoleh bahwa *P-Value* NOPAT sebesar 0.000 atau lebih kecil dari tingkat signifikansi 5%. Berdasarkan hasil tersebut, maka  $H_0$  gagal diterima, yang berarti bahwa hipotesis yang menyatakan bahwa tolak ukur kinerja  $\Delta$ NOPAT berpengaruh signifikan terhadap *return* saham terbukti.

Kontribusi NOPAT dalam menjelaskan variasi *return* saham sebesar 62.15%, ini berarti masih ada 37.85% faktor lainnya yang menjelaskan variasi *return* saham. 3) Pengaruh  $\Delta$ CFO. Hasil uji regresi sederhana menunjukkan bahwa *P-value*  $\Delta$ CFO sebesar 0.0571 atau lebih besar dibandingkan tingkat signifikansi 5% sehingga  $H_0$  diterima hal ini berarti bahwa hipotesis yang menyatakan bahwa  $\Delta$ CFO memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham tidak terbukti. Kontribusi  $\Delta$ CFO dalam menjelaskan variasi *return* saham rendah yaitu sebesar 9.8%, berarti masih ada 90.2% variabel *return* saham yang dijelaskan oleh faktor lainnya.

Untuk mengetahui tolak ukur mana yang memiliki pengaruh yang paling signifikan terhadap *return* saham, dapat dilihat dari besaran koefisien beta. Berdasarkan tabel diperoleh bahwa  $\Delta$ NOPAT memiliki pengaruh yang lebih nyata terhadap *return* dibandingkan  $\Delta$ EVA dan  $\Delta$ CFO. Hasil ini berlawanan dengan hasil penelitian oleh Pradhono yang menyatakan bahwa  $\Delta$ CFO memiliki pengaruh yang lebih nyata terhadap *return*.

Dari tabel 4.18 di atas maka dapat diketahui bahwa  $R^2(\Delta$ NOPAT) >  $R^2(\Delta$ CFO) >  $R^2(\Delta$ EVA). Variabel independen  $\Delta$ NOPAT lebih dapat menjelaskan variasi *return* saham dibanding kemampuan  $\Delta$ CFO dan  $\Delta$ EVA dalam menjelaskan variasi *return*. Hasil ini sejalan dengan penelitian Taufik Hidayat (2005) yang menemukan bahwa EVA tidak memiliki kandungan informasi yang lebih dalam menjelaskan variasi *return* saham dibanding pengukuran akuntansi lainnya. Nilai *P-Value*  $\Delta$ EVA dan  $\Delta$ CFO masing-masing sebesar 0.3057, 0.0571 atau lebih besar dibanding tingkat signifikansi 5% hal ini berarti bahwa  $\Delta$ EVA dan  $\Delta$ CFO tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return*.

**4.9 Model 3 Pengaruh Perubahan Economic Value Added ( $\Delta$ EVA), Net Operating Profit After Tax ( $\Delta$ NOPAT), dan Cash Flow Operation ( $\Delta$ CFO) secara simultan terhadap Return.**

**4.9.1 Analisa Regresi**

**Tabel 4.19**

**Regresi  $\Delta$ EVA,  $\Delta$ NOPAT, dan  $\Delta$ CFO terhadap Return**

Variabel	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.1071	0.0341	3.1373	0.0023
$\Delta$ EVA	0.0006	0.0006	0.9741	0.3328
$\Delta$ NOPAT	-0.0112	0.0009	-11.379	0.0000
$\Delta$ CFO	-0.0014	0.0009	-1.5654	0.1212
R-squared	0.6231	Prob(F-statistic)		0
F-statistic	45.7410	Durbin-Watson stat		2.0378

Dari tabel 4.19 diatas maka didapat *R Square* sebesar 0.6231 yang berarti bahwa  $\Delta$ EVA,  $\Delta$ NOPAT, dan  $\Delta$ CFO secara bersama-sama dapat menjelaskan variasi *return* sebesar 62.31% sedangkan sisanya dijelaskan oleh faktor lain yang tidak dimasukkan kedalam model ini. Nilai *P-Value*  $\Delta$ EVA dan  $\Delta$ CFO masing masing sebesar 0.33, dan 0.1212 atau lebih besar dibanding tingkat signifikansi 5% hal ini berarti bahwa  $\Delta$ EVA dan  $\Delta$ CFO secara bersama-sama tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham.

## 4.9.2 Uji Asumsi Klasik

### a. Uji Normalitas

**Tabel 4.20**  
**Uji Normalitas**

	R	$\Delta$ EVA	$\Delta$ NOPAT	$\Delta$ CFO
Jarque-Bera	1611.57	10799.11	24384.15	18302.04
Probability	0	0	0	0

Untuk melakukan uji normalitas maka dilakukan uji normalitas *error term* dengan menggunakan hipotesis dan kriteria sebagai berikut :

Ho : *error term* tidak terdistribusi normal

H1 : *error term* terdistribusi normal

Dari tabel output 4.37 diperoleh kesimpulan sebagai berikut :

1.  $\Delta$ EVA memiliki nilai *P-Value* sebesar 0.000 atau lebih kecil dibanding tingkat signifikansi 5% sehingga Ho ditolak berarti bahwa *error term*  $\Delta$ EVA terdistribusi normal.
2.  $\Delta$ NOPAT memiliki nilai *P-Value* sebesar 0.000 atau lebih kecil dibanding tingkat signifikansi 5% sehingga Ho ditolak berarti bahwa dengan tingkat keyakinan 95%, dapat dikatakan bahwa *error term*  $\Delta$ NOPAT terdistribusi normal.
3.  $\Delta$ CFO memiliki nilai *P-Value* sebesar 0.0000 atau lebih kecil dibanding tingkat signifikansi 5% sehingga Ho ditolak berarti bahwa dengan tingkat keyakinan 95% dapat dikatakan bahwa *error term*  $\Delta$ CFO terdistribusi normal.

4. *Return* memiliki nilai *P-Value* sebesar 0.0000 atau lebih kecil dibanding tingkat signifikansi 5% sehingga  $H_0$  ditolak berarti bahwa dengan tingkat keyakinan 95% maka dapat dikatakan bahwa *error term return* terdistribusi normal.

**b. Uji Multikolinearitas**

**Tabel 4.21**

**Uji Multikolinearitas**

	Tolerance	VIF
$\Delta$ EVA	1.000	1.000
$\Delta$ NOPAT	0.983	1.017
$\Delta$ CFO	0.983	1.018

Terlihat dari tabel 4.21 diatas bahwa nilai *tolerance* lebih besar dari 0.1 . Oleh karena itu semua variabel dapat dikatakan telah memenuhi persyaratan ambang toleransi. Misalnya model ini menghasilkan angka *tolerance* sebesar 0.983 untuk variabel  $\Delta$ NOPAT. Hal ini berarti  $R^2$  adalah  $1-0.983$  atau 0.017 . Jadi hanya 1.7 % variabilitas  $\Delta$ NOPAT bisa dijelaskan oleh prediktor atau variabel bebas lain.

Suatu model dapat dikatakan mengandung multikolinearitas, jika memiliki angka *variance Inflation Factor* atau VIF diatas 5. baik variabel  $\Delta$ EVA,  $\Delta$ NOPAT maupun  $\Delta$ CFO memiliki nilai VIF dibawah 5 sehingga dapat dikatakan bahwa model tidak mengandung persoalan multikolinearitas.

### c. Uji Heteroskedastis

Dalam melakukan pengujian heteroskedastisitas digunakan hipotesa sebagai berikut :

Ho : tidak ada heteroscedastisitas (homoskedastis)

Hi : ada heteroskedastisitas

**Tabel 4.22**  
**Uji Heteroskedastisitas**

White Heteroskedasticity Test:			
F-statistic	0.5034	Probability	0.8690
Obs*R-squared	4.7577	Probability	0.8548

Dengan tingkat signifikansi sebesar 5%, maka terima Ho karena  $P\text{-Value} = 0.8548 > 0.05$  sehingga dapat disimpulkan dengan tingkat keyakinan sebesar 95% maka model tidak mengandung persoalan heteroskedastisitas.

**4.10 Model 4: Pengaruh *Perubahan Economic Value Added* ( $\Delta$ EVA), *Perubahan Net Operating Profit After Tax* ( $\Delta$ NOPAT), dan *Perubahan Cash Flow Operation* ( $\Delta$ CFO) secara individual terhadap *Abnormal return*.**

**4.10.1 Analisa Korelasi**

**Tabel 4.23**  
**Korelasi  $\Delta$ EVA,  $\Delta$ NOPAT, dan  $\Delta$ CFO dengan *Abnormal return***

	Ab.Ret	$\Delta$ EVA	$\Delta$ NOPAT	$\Delta$ CFO
Ab.Ret				
Pearson Corr.	1	-0.005	0.015	0.001
Sig (1-tailed)	-	0.481	0.446	0.496
$\Delta$ EVA				
Pearson Corr.	-0.005	1	-0.004	0.012
Sig (1-tailed)	0.481	-	0.487	0.456
$\Delta$ NOPAT				
Pearson Corr.	0.015	-0.004	1	0.131
Sig (1-tailed)	0.446	0.487	-	0.114
$\Delta$ CFO				
Pearson Corr.	0.001	0.012	0.131	1
Sig (1-tailed)	0.496	0.456	0.114	-

Tabel 4.23 memperlihatkan hasil uji korelasi antar variabel yang mencerminkan ada atau tidaknya kekuatan hubungan antar variabel dalam persamaan model ke-1 secara simultan. Uji korelasi dilakukan dengan menggunakan *Pearson Correlation* secara silang (*cross correlation*) antar variabel dan disertai signifikansi (*1 tailed*). Korelasi antara variabel NOPAT dan CFO dengan *abnormal return* diperoleh angka positif, Sedangkan korelasi antara EVA dengan *abnormal return* negatif. Hal ini menunjukkan bahwa  $\Delta$ EVA

berpengaruh negatif terhadap *abnormal return*, berbeda  $\Delta$ NOPAT dan  $\Delta$ CFO yang justru berpengaruh positif terhadap *abnormal return*. Namun jika dilihat dari angka *P-Value* diperoleh bahwa *P-Value*  $\Delta$ EVA (0.481),  $\Delta$ NOPAT (0.446) dan  $\Delta$ CFO (0.496) lebih besar dibanding tingkat signifikansi 5% sehingga terima  $H_0$  yang berarti bahwa  $\Delta$ EVA,  $\Delta$ NOPAT, dan  $\Delta$ CFO tidak memiliki korelasi yang positif terhadap *abnormal return* saham.

#### 4.10.2 Analisa Regresi

**Tabel 4.24**

**Hasil Uji Regresi Sederhana Model 4**

Variabel	Konstanta	Beta	T-stat	R-square	Prob	Simpulan
$\Delta$ EVA	-0.0892	0.0011	15.49	74.82%	0.000	Signifikan
$\Delta$ NOPAT	-0.0604	-0.00033	-0.272	2.15%	0.000	Signifikan
$\Delta$ CFO	-0.06273	0.000261	0.33255	2.25%	0.74	Tidak signifikan

Penjelasan hasil regresi sederhana adalah sebagai berikut :1) Pengaruh  $\Delta$ EVA. Hasil Uji diperoleh bahwa *P value*  $\Delta$ EVA sebesar 0.000 atau lebih kecil dibandingkan tingkat signifikansi 5%. Hal ini berarti bahwa  $H_0$  gagal diterima dimana hipotesis yang menyatakan bahwa  $\Delta$ EVA memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *abnormal return* saham terbukti. Kontribusi  $\Delta$ EVA dalam menjelaskan variasi *abnormal return* saham sebesar 74.82%, sedangkan sisanya sebesar 25.18% dijelaskan oleh faktor lain yang tidak diperhitungkan kedalam model. 2) Pengaruh  $\Delta$ NOPAT. Hasil Uji untuk  $\Delta$ NOPAT diperoleh bahwa *P-Value*  $\Delta$ NOPAT sebesar 0.000 atau lebih kecil dari tingkat signifikansi

5%. Berdasarkan hasil tersebut, maka  $H_0$  gagal diterima, yang berarti bahwa hipotesis yang menyatakan bahwa tolak ukur kinerja  $\Delta$ NOPAT berpengaruh signifikan terhadap *abnormal return* saham terbukti. Kontribusi  $\Delta$ NOPAT dalam menjelaskan variasi *abnormal return* saham sebesar 2.15%, ini berarti masih ada 97.85% faktor lainnya yang menjelaskan variasi *return* saham. 3)Pengaruh  $\Delta$ CFO. Hasil uji regresi sederhana menunjukkan bahwa *P-value*  $\Delta$ CFO sebesar 0.74 atau lebih besar dibandingkan tingkat signifikansi 5% sehingga  $H_0$  gagal ditolak hal ini berarti bahwa hipotesis yang menyatakan bahwa  $\Delta$ CFO memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *abnormal return* saham tidak terbukti. Namun demikian kontribusi  $\Delta$ CFO dalam menjelaskan variasi *abnormal return* saham rendah yaitu sebesar 2.25%,berarti masih ada 97.75% variabel *abnormal return* saham yang dijelaskan oleh faktor lainnya.

Untuk mengetahui tolak ukur mana yang memiliki pengaruh yang paling signifikan terhadap *abnormal return* saham, dapat dilihat dari besaran koefisien beta. Berdasarkan tabel diperoleh bahwa  $\Delta$ EVA memiliki pengaruh yang lebih nyata terhadap *abnormal return* dibandingkan  $\Delta$ NOPAT dan  $\Delta$ CFO.

Dari hasil regresi dapat diketahui bahwa  $R^2(\Delta$ EVA) >  $R^2(\Delta$ CFO) >  $R^2(\Delta$ NOPAT). Variabel independen  $\Delta$ EVA lebih dapat menjelaskan variasi *abnormal return* saham dibanding kemampuan  $\Delta$ NOPAT dan  $\Delta$ CFO dalam menjelaskan variasi *abnormal return*.

**4.11 Model 4: Pengaruh Perubahan *Economic Value Added* ( $\Delta EVA$ ), Perubahan *Net Operating Profit After Tax* ( $\Delta NOPAT$ ), dan Perubahan *Cash Flow Operations* ( $\Delta CFO$ ) secara simultan terhadap *Abnormal return* (AR).**

**Model 4**

$$AR = \beta_0 + \beta_1 \Delta EVA + \beta_2 \Delta NOPAT + \beta_4 \Delta CFO + e$$

**4.11.1 Pengujian Ekonometrik Model 4**

**a. Uji Normalitas**

**Tabel 4.25**  
**Uji Normalitas Model 4**

	$\Delta AR$	$\Delta EVA$	$\Delta NOPAT$	$\Delta CFO$
Jarque-Bera	1790.89	10799.11	24384.15	18302.04
Probability	0	0	0	0

Untuk mengetahui normalitas data maka dilakukan uji normalitas *error term* dengan menggunakan hipotesis dan kriteria sebagai berikut :

Ho : *error term* tidak terdistribusi normal

H1 : *error term* terdistribusi normal

Dari tabel 4.25 diperoleh kesimpulan sebagai berikut :

1.  $\Delta EVA$  memiliki nilai *P-Value* sebesar 0.000 atau lebih kecil dibanding tingkat signifikansi 5% sehingga Ho ditolak berarti bahwa *error term*  $\Delta EVA$  terdistribusi normal.

2.  $\Delta$ NOPAT memiliki nilai *P-Value* sebesar 0.000 atau lebih kecil dibanding tingkat signifikansi 5% sehingga  $H_0$  ditolak berarti bahwa dengan tingkat keyakinan 95%, dapat dikatakan bahwa *error term*  $\Delta$ NOPAT terdistribusi normal.
3.  $\Delta$ CFO memiliki nilai *P-Value* sebesar 0.000 atau lebih kecil dibanding tingkat signifikansi 5% sehingga  $H_0$  ditolak berarti bahwa dengan tingkat keyakinan 95% dapat dikatakan bahwa *error term*  $\Delta$ CFO terdistribusi normal.
4. *Abnormal return* memiliki nilai *P-Value* sebesar 0.000 atau lebih kecil dibanding tingkat signifikansi 5% sehingga  $H_0$  ditolak berarti bahwa dengan tingkat keyakinan 95% maka dapat dikatakan bahwa *error term abnormal return* terdistribusi normal.

**b. Pengujian Heteroskedastis**

Dalam melakukan pengujian heteroskedastisitas dapat diambil kesimpulan bahwa model tidak mengalami gejala heteroskedastis karena *probability* F-stat lebih besar dari alpha 5%

**Tabel 4.26**  
**Uji Heteroskedastisitas**

White Heteroskedasticity Test:			
F-statistic	0.5034	Probability	0.8690
Obs*R-squared	4.7577	Probability	0.8548

### c. Pengujian Otokolerasi

Untuk menguji otokolerasi maka dapat digunakan serial autokorelasi test berikut adalah output yang diperoleh

**Tabel 4.27**  
**Uji Autokolerasi**

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	0.0311	Probability	0.96
Obs*R-squared	0.0656	Probability	0.96

Berdasarkan output tersebut maka dapat dikatakan bahwa model tidak mengalami gejala autokolerasi karena probability –stat lebih besar dari alpha 5%.

### d. Pengujian Multikolinearitas

**Tabel 4.28**  
**Uji Multikolinearitas**

	Tolerance	VIF
$\Delta$ EVA	1.000	1.000
$\Delta$ NOPAT	0.983	1.017
$\Delta$ CFO	0.983	1.018

Terlihat dari tabel 4.28 diatas bahwa seluruh variabel independen memiliki nilai *tolerance* lebih besar dari 0.1 . Oleh karena itu semua variabel dapat dikatakan telah memenuhi persyaratan ambang toleransi. Misalnya model ini menghasilkan angka *tolerance* sebesar 0.983 untuk variabel  $\Delta$ NOPAT . Hal ini berarti  $R^2$  adalah 1-0.983 atau

0.017 Jadi, hanya 1.7 % variabilitas  $\Delta$ NOPAT bisa dijelaskan oleh prediktor atau variabel bebas lain.

Suatu model dapat dikatakan mengandung multikolinearitas, jika memiliki angka *variance Inflation Factor* atau VIF diatas 5. baik variabel  $\Delta$ EVA,  $\Delta$ NOPAT maupun  $\Delta$ CFO memiliki nilai VIF dibawah 5 sehingga dapat dikatakan bahwa model tidak mengandung persoalan multikolinearitas.

#### 4.11.2 Analisa Regresi

**Tabel 4.29**  
**Regresi  $\Delta$ EVA,  $\Delta$ NOPAT, dan  $\Delta$ CFO terhadap *Abnormal return***

Variabel	Coefficient	Std. Error	t-Stat	Prob.
C	-0.0896	0.0174	-5.1344	0.000
$\Delta$ EVA	0.0011	7.4114e-05	15.0630	0.000
$\Delta$ NOPAT	-0.0003	0.00125	-0.3017	0.763
$\Delta$ CFO	0.0002	0.00083	0.275	0.783
R-squared	0.7417	Mean dependent var		-0.036
F-statistic	79.4592	Durbin-Watson stat		2.4573
Prob(F-statistic)	0			

Dari tabel 4.29 diatas maka didapat *R Square* sebesar 0.7417 yang berarti bahwa  $\Delta$ EVA,  $\Delta$ NOPAT, dan  $\Delta$ CFO secara bersama-sama dapat menjelaskan variasi *return* sebesar 74.17% % sedangkan sisanya dijelaskan oleh faktor lain yang tidak dimasukkan kedalam model ini. nilai *P-Value*  $\Delta$ EVA,  $\Delta$ CFO dan  $\Delta$ NOPAT masing masing sebesar 0.000, 0.763 dan 0.783. Hal ini berarti bahwa hanya  $\Delta$ EVA yang secara bersama-sama memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham

### **Perbandingan Parameter *Return* dengan *Abnormal return***

Berdasarkan hasil analisis regresi pada tingkat signifikansi 5% yang dilakukan, maka dapat diperoleh kesimpulan bahwa variabel EVA dan CFO yang mempengaruhi secara signifikan terhadap *return*. Sedangkan yang mempengaruhi *abnormal return* terdiri dari variabel EVA, NOPAT dan CFO.

Seperti yang telah disinggung sebelumnya bahwa *return* dan *abnormal return* berbeda dimana pada pengukuran *return* ada asumsi bahwa saham masing masing emiten memiliki volalitas yang sama. Padahal kenyataannya justru terbalik. Dari hasil pengujian empiris dapat diperoleh kesimpulan bahwa parameter yang lebih tepat mencerminkan penciptaan nilai pemegang saham adalah *abnormal return*. Hal ini sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan sebelumnya oleh Utama (1998) yang menemukan bahwa Bursa Efek Jakarta belum mencapai bentuk setengah kuat sehingga memungkinkan investor untuk melakukan strategi dalam upayanya memperoleh *abnormal return*.