



THE 10th FIPA
FORUM ILMIAH PENDIDIKAN AKUNTANSI
PROGRAM STUDI PENDIDIKAN AKUNTANSI-FKIP
UNIVERSITAS PGRI MADIUN

**REAKSI PASAR TERHADAP PENERBITAN OBLIGASI SYARIAH
(SUKUK) DI INDONESIA**

Mohammad Herli¹

Program Studi Akuntansi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Wiraraja

Email: mohammadherli@wiraraja.ac.id

Khalilatun Nuraniyah²

Program Studi Akuntansi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Wiraraja

Email: khalilatun_nuraniyah@yahoo.com

ABSTRAK

Tujuan Penelitian- Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh penerbitan obligasi syariah (*sukuk*) yang ditunjukkan oleh nilai dan rating *sukuk* terhadap reaksi pasar yang digambarkan oleh *cumulative abnormal return* saham. Hal ini untuk memberikan bukti empiris adanya perbedaan temuan penelitian tentang variabel tersebut.

Metode Penelitian- Penelitian ini dilakukan pada seluruh perusahaan yang menerbitkan *sukuk* dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Berdasarkan kriteria *purposive sampling* yang digunakan dalam penelitian, maka diperoleh sampel sebanyak 57 penerbitan obligasi syariah dari 14 perusahaan. Selanjutnya data terpilih dianalisis menggunakan regresi linier berganda.

Hasil Penelitian- Hasil penelitian menunjukkan bahwa ada pengaruh yang signifikan baik secara parsial maupun simultan dari penerbitan *sukuk* terhadap *cumulative abnormal return* saham. Baik hasil uji t maupun uji F variabel nilai dan rating penerbitan *sukuk* terhadap reaksi pasar masing-masing menunjukkan tingkat signifikansi $0,00 < 0,005$. Artinya penerbitan *sukuk* telah mempengaruhi reaksi investor akibat perubahan struktur modal suatu perusahaan. Reaksi tersebut diukur dengan *cumulative abnormal return* sebagai nilai perubahan pergerakan harga saham. Perubahan rata-rata *abnormal return* saham perusahaan sampel sebelum peristiwa penerbitan *sukuk* sebesar 0,0030 menjadi 0,0064 setelah penerbitan.

Implikasi- Berdasarkan hasil penelitian ini maka bagi investor yang akan berinvestasi dipasar modal, faktor harga saham tidak hanya dipengaruhi oleh laporan keuangan perusahaan, tetapi juga dipengaruhi oleh kondisi keuangan secara global. Dalam pengambilan keputusan investasi, investor harus peka terhadap informasi yang berkaitan dengan kondisi keuangan yang berhubungan dengan perusahaan. Nilai dan rating *sukuk* tetap patut diperhitungkan dalam pengambilan suatu keputusan investasi karena nilainya akan senantiasa berubah dari waktu ke waktu dan diprediksi akan semakin berkembang di masa yang akan datang.

Originality- Penelitian ini menggunakan *mean adjusted model* untuk menghitung *expected return-cumulative abnormal return* saham.

Kata Kunci : nilai penerbitan *sukuk*; rating penerbitan *sukuk*; reaksi pasar; *cumulative abnormal return*.



THE 10th FIPA
FORUM ILMIAH PENDIDIKAN AKUNTANSI
PROGRAM STUDI PENDIDIKAN AKUNTANSI-FKIP
UNIVERSITAS PGRI MADIUN

ABSTRACT

Study Objectives- *This research aims to analyze the influence of Islamic bonds (Sukuk) issuance that represented by the value and rating of the Sukuk issuance toward market reaction are depicted with the cumulative abnormal stock return. This is to provide empirical evidence of the differences in research findings of this research variables.*

Research Method- *This research conducted on all companies that issue Sukuk and listed on Indonesia Stock Exchange. Based on purposive sampling criteria, the samples of this research are 57 issuances of Islamic bonds from 14 companies. The selected data analyzed using multiple linear regression.*

Findings- *The result shows that there is significant influence either partially or simultaneously of Sukuk issuance toward cumulative abnormal stock returns. Both the t-test and the F test of the value and the rating Sukuk issuance variables toward market reaction show significance level of $0.00 < 0.005$. This means that the issuance of Sukuk has influenced the investor reaction because of the changes in company capital structure. The reaction is measured by cumulative abnormal return as the changes value of stock price movements. The change of the average abnormal stock return of the sample before the issuance of Sukuk is 0.0030 to 0,0064 after issuance.*

Implication- *For the investor that will invest in the capital market, the stock price factor is not only influenced by the company's financial statements, but also global financial condition. On making the investment decisions, the investor should be sensitive to the information relating to the financial condition that associated with the company. The value and the rating of Sukuk should be taken into account in making the investment decision because its value will always change from time to time and predicted to evolve in the future.*

Originality- *This research uses mean adjusted model to count the expected return-cumulative abnormal stock return.*

PENDAHULUAN

Obligasi syariah (sukuk) di Indonesia diawali dengan terbitnya *corporate* sukuk oleh PT Indosat Tbk senilai Rp.100 milyar ditahun 2002, sukuk ini mengalami *over subscribed* dua kali lipat menjadi Rp.175 milyar. Peluang pengembangan sukuk korporasi di Indonesia sangat besar, mengingat jumlah penduduknya yang mayoritas muslim. Berdasarkan UU No.19/2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) yang membuat obligasi syariah semakin dikenal yang memungkinkan tidak hanya korporasi melainkan pemerintah juga telah menerbitkan sukuk.

Menteri Keuangan Bambang P.S Brodjonegoro, secara regular pemerintah telah melakukan penerbitan sukuk Negara atau lebih dikenal dengan Surat



THE 10th FIPA
FORUM ILMIAH PENDIDIKAN AKUNTANSI
PROGAM STUDI PENDIDIKAN AKUNTANSI-FKIP
UNIVERSITAS PGRI MADIUN

Berharga Syariah Negara (SBSN) sejak tahun 2008 yang diharapkan dapat mendorong pengembangan industri keuangan syariah melalui penyediaan instrumen keuangan syariah dan investasi berbasis syariah. Beberapa penerbitan SBSN seringkali mengalami *overload* atau kelebihan permintaan (Kepala Bursa Efek Indonesia (BEI) Kantor Perwakilan Yogyakarta, Irvan Noor Riza). Hal tersebut dibuktikan ketika pemerintah sebelumnya yang telah menarik pembiayaan dari pasar sebesar 2,6 triliun dengan melelang empat seri SBSN, yaitu seri SPN-S 08102015, PBS006, PBS007, dan PBS008. Direktorat Jendral Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko (DJPPR) dalam keterangan resminya mengungkapkan total penawaran yang masuk dalam lelang tersebut mencapai Rp. 5,39 triliun, atau dua kali lipat dari jumlah nominal yang dimenangkan. Dengan demikian sukuk berpotensi menjadi salah satu instrumen pembiayaan proyek infrastruktur ke depan (Sari, Lestari dan Fardila, 2015).

Meningkatnya jumlah penerbitan sukuk ini disebabkan karena sukuk mempunyai prospek yang menjanjikan, hal yang ada pada sukuk telah menarik minat investor untuk berinvestasi, serta telah mempunyai legitimasi dari Dewan Syariah Nasional (DSN) akan kehalalannya dengan keluarnya fatwa DSN No. 32/DSN-MUI/IX/2002. Dalam penelitian (Mujahid dan Fitrijanti, 2010) dijelaskan, data Direktorat Perbankan Syariah Bank Indonesia 2009, sepanjang tahun 2008 dan 2009 pemerintah telah menerbitkan SBSN sebanyak 4 kali dengan total akumulatif mencapai Rp 19,8 triliun. Pada awal tahun 2009 pemerintah menerbitkan sukuk ritel seri SR-001 dan obligasi syariah (sukuk) global SNI 14. Untuk penerbitan sukuk global sebesar 650 juta US dolar mengalami *oversubscribed* hingga 7 kali lipatnya atau 4,7 miliar US dolar.

Kelebihan permintaan atas sukuk global yang cukup besar ini menjadi sinyal prospek sukuk sebagai alternatif sumber pembiayaan untuk membiayai pembangunan dalam negeri, khususnya pembangunan infrastruktur. Sedangkan penerbitan sukuk korporasi tahun 2009 sebesar Rp.2,070 triliun naik 34,94% dibandingkan tahun 2008 sebesar Rp.1,534 triliun (Ali Rama, 2009) dalam (Mujahid dan Fitrijanti, 2010).

Fakta pertumbuhan sukuk perusahaan di Indonesia walaupun perkembangannya dapat dikategorikan sangat lambat dari tahun ke tahun menunjukkan bahwa instrumen keuangan syariah dapat menjadi penyokong kebutuhan pendanaan perusahaan. Sehingga perusahaan dapat mendiversifikasi kebutuhan pendanaannya dengan menerbitkan sukuk selain dengan menerbitkan saham. Perusahaan cenderung memilih penerbitan saham karena karakteristiknya yang lebih fleksibel, dibandingkan obligasi yang terkesan lebih kaku, namun jika dilihat dari keleluasaan dalam pengambilan keputusan, perusahaan lebih menyukai pendanaan obligasi dari pada saham (Mujahid dan Fitrijanti, 2010). Menurut (Dasuki, 2009) pertumbuhan industri pasar modal syariah diukur melalui beberapa indikator diantaranya pertumbuhan *outstanding* sukuk, grafik indeks saham syariah dan pertumbuhan portofolio (nilai aktiva bersih/NAB) reksa dana. Saat ini, pasar sukuk masih menjadi acuan utama sekaligus penggerak industri pasar modal (Riza, 2015).

Menurut Lucy Sumardi (2007), di pasar modal Indonesia terdapat beberapa perusahaan yang sebelumnya telah menerbitkan saham juga menerbitkan obligasi. Penerbitan obligasi ini bisa memberikan dampak pada harga saham karena hal ini merupakan sinyal bagi investor untuk mengetahui kondisi perusahaan saat ini dan perkiraan perkembangannya di masa yang akan datang. Nafiah Afaf (2008) menjelaskan bahwa, penerbitan obligasi syariah akan menyebabkan terjadinya peningkatan *leverage* perusahaan. Di satu sisi peningkatan *leverage* akan membawa keuntungan bagi perusahaan berupa *tax shield* dimana perusahaan dapat mengurangi bagian *earning* yang akan dibayarkan untuk pajak sehingga perusahaan dapat meningkatkan nilai dari perusahaan dan memberikan keuntungan bagi pemegang saham. Namun pada titik tertentu penggunaan hutang dapat menurunkan nilai saham karena adanya pengaruh biaya kepailitan dan biaya bunga yang timbul dari adanya penggunaan hutang (Mujahid dan Fitrijanti, 2010).

Pelaku pasar modal dapat bereaksi pada waktu sebelum dan setelah pengumuman penerbitan atau pada saat penerbitan sukuk. Bagi pihak eksternal perusahaan timbulnya kewajiban akibat diterbitkannya sukuk dapat dipandang positif dan negatif. Informasi ini akan direaksi oleh investor yang secara

metodologis disebut sebagai *event study*. Adanya *abnormal return* yang terjadi disekitar pengumuman informasi *corporate action* menunjukkan bahwa terdapat reaksi pasar yang positif terhadap informasi, karena penerbitan obligasi sama halnya dengan penerbitan saham, penerbitan obligasi juga akan mempengaruhi struktur modal perusahaan dan akan memungkinkan pemegang saham mengalihkan risiko pada pemegang obligasi. Oleh sebab itu, penerbitan obligasi akan direspon positif oleh investor untuk meningkatkan harga saham. Jika sebaliknya tidak terdapat *abnormal return* yang terjadi disekitar pengumuman *corporate action* menunjukkan bahwa terdapat reaksi pasar yang negatif.

Penelitian ini dimotivasi oleh adanya perbedaan hasil penelitian sebelumnya tentang topik serupa. Penelitian yang diteliti oleh Mujahid dan Tetet Fitrijanti (2010); Mochamad Rizki Pratama (2013); dan Enni Savitri (2015) menghasilkan bahwa penerbitan sukuk mempunyai pengaruh negatif terhadap reaksi pasar. Penelitian yang menunjukkan pengaruh positif dilakukan oleh Devi Adelin Septianingtyas (2012); Ilsa Yunita (2014); Abdulloh Mubarak dan Alfiyah (2015).

Dari uraian diatas dan perbedaan hasil penelitian yang dilakukan sebelumnya, maka penelitian ini dilakukan untuk meneliti kembali dengan meng-*update* sampel dan kurun waktu penelitian untuk menguji apakah penerbitan obligasi syariah (sukuk) perusahaan yang diwakili oleh total nilai dan rating sukuk berpengaruh terhadap reaksi pasar modal indonesia tahun 2007 - 2016 yang diwakili oleh *abnormal return* saham perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia baik secara parsial maupun simultan.

Tinjauan Pustaka

Menurut (Lucy Sumardi, 2007), dalam (Mujahid dan Fitrijanti, 2010) penerbitan obligasi ini bisa memberikan dampak pada harga saham karena hal ini merupakan sinyal bagi investor untuk mengetahui kondisi perusahaan saat ini dan perkiraan perkembangannya dimasa yang akan datang.

Menurut (Nafiah Afaf, 2008) dalam (Mujahid dan Fitrijanti, 2010), penerbitan obligasi akan menyebabkan terjadinya peningkatan *leverage* perusahaan. Di satu sisi peningkatan *leverage* akan membawa keuntungan bagi

perusahaan berupa *tax shield* dimana perusahaan dapat mengurangi bagian dari *earning* yang diyarkan untuk pajak sehingga perusahaan dapat meningkatkan nilai dari perusahaan dan memberikan keuntungan bagi pemegang saham. Namun pada titik tertentu penggunaan hutang dapat menurunkan nilai saham karena adanya pengaruh biaya kepailitan dan biaya bunga yang ditimbulkan dari adanya penggunaan hutang.

Untuk melihat sejauh mana investor bereaksi terhadap peristiwa tersebut dilakukan pengujian kandungan informasi peristiwa pengumuman atau penerbitan sukuk dapat diukur dengan menggunakan tingkat *return* saham. Menurut (Jogiyanto, 2016:642), pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi dari suatu pengumuman. Jika pengumuman mengandung informasi (*information content*), maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari skuritas bersangkutan. Reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan *return* sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan *abnormal return*. Jika digunakan *abnormal return*, maka dapat dikatakan bahwa suatu pengumuman yang mempunyai kandungan informasi akan memberikan *abnormal return* kepada pasar. Sebaliknya yang tidak mengandung informasi tidak memberikan *abnormal return* kepada pasar.

Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan volume perdagangan saham. Pada waktu informasi diumumkan dan semua pelaku pasar sudah menerima informasi tersebut, pelaku pasar terlebih dahulu menginterpretasikan dan menganalisis informasi tersebut sebagai *signal* baik (*good news*) atau *signal* buruk (*bad news*). Hasil dari interpretasi informasi inilah nantinya yang akan mempengaruhi permintaan dan penawaran dari investor. Jika banyak investor berpandangan pesimis akibat *bad news* dari informasi yang diterima, maka ia akan mengurangi jumlah pembelian yang terjadi dan akan menambah penawaran di pasar sehingga harga akan terdorong turun. Sebaliknya jika investor memandang optimis akibat *good news* dari informasi yang diterima, maka ia akan menambah jumlah pembelian yang terjadi dan akan menurunkan penawaran di pasar sehingga harga akan terdorong naik (Sharpe, Alexander dan Bailey, 2005).

Pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi dari suatu pengumuman. Jika suatu informasi baru yang relevan masuk ke pasar yang berhubungan dengan suatu aktiva, informasi ini akan digunakan untuk menganalisis dan menginterpretasikan nilai dari aktiva bersangkutan. Akibatnya adalah kemungkinan pergeseran ke harga ekuilibrium yang baru (Jogiyanto, 2016:585). Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas bersangkutan. Reaksi ini dapat diukur dengan *cumulative abnormal return* sebagai nilai perubahan harga saham atau dengan menggunakan *cumulative abnormal return* (Jogiyanto, 2016:624).

Ukuran yang digunakan peneliti dalam penelitian ini yaitu, *cumulative abnormal return* saham karena penerbitan obligasi syariah (sukuk) memiliki kandungan informasi yang mempengaruhi perilaku pelaku pasar dan harga sekuritas serta penelitian dilakukan secara harian. Penerbitan obligasi syariah (sukuk) akan berdampak pada semakin tersedianya jumlah dana yang dapat digunakan perusahaan untuk menjalankan investasi dan kegiatan operasionalnya. Meningkatnya aktivitas investasi dan operasi perusahaan akan menciptakan produksi dan distribusi barang dan jasa yang juga meningkat. Tingginya produktivitas dan distribusi barang dan jasa akan meningkatkan roda ekonomi. Tercukupinya *supply* barang dan jasa akan mendorong pergerakan *demand* dari konsumen. Keseimbangan harga yang tercapai dari aktivitas ekonomi ini akan turut menciptakan tingkat keuntungan yang optimal, sehingga *net income* perusahaan akan semakin meningkat. Itu adalah suatu hubungan ekonomi secara sederhana. Menurut (Setyowati, 2002:95) *Net income* yang semakin besar menunjukkan semakin efektif perusahaan dalam aktivitas operasionalnya, sehingga kinerja keuangan perusahaan pun semakin meningkat. Dengan meningkatnya kinerja keuangan perusahaan maka hal ini berdampak positif terhadap *cumulative abnormal return* saham.

Nilai Penerbitan Obligasi Syariah (Sukuk)

Nilai penerbitan obligasi syariah (sukuk) merupakan nilai nominal yang dikeluarkan oleh perusahaan sesuai dengan kebutuhan dananya. Besar kecilnya

jumlah penerbitan sukuk didasarkan oleh kemampuan aliran kas perusahaan dan kinerja bisnisnya dengan penghitungan pendapatan sukuk secara mendetail dan menyeluruh. Pada dasarnya sukuk yang diterbitkan harus memperhatikan tentang nilai dari sukuk tersebut dengan menggunakan proksi sukuk *to equity ratio* yang dihitung dengan cara perbandingan antara nilai nominal penerbitan sukuk dengan total ekuitas perusahaan. Nilai penerbitan sukuk patut diperhitungkan dalam pengambilan keputusan investasi karena nilainya akan senantiasa berubah dari waktu ke waktu dan diprediksi akan semakin berkembang dimasa yang akan datang (Arifina, 2016).

Rating Penerbitan Obligasi Syariah (Sukuk)

Rating atau peringkat obligasi (*bond rating*) adalah simbol- simbol karakter yang diberikan oleh agen peringkat untuk menunjukkan risiko dari obligasi. Walaupun obligasi lebih rendah risikonya dibandingkan saham, tetapi obligasi tetap merupakan aktiva yang berisiko. Risiko dari obligasi adalah kemungkinan obligasi tidak terbayar (*default*). Peringkat obligasi (*bond rating*) dapat digunakan sebagai proksi dari risiko obligasi (Jogiyanto, 2016:230).

Abnormal Return

Studi peristiwa menganalisis return taknormal (*abnormal return*) dari sekuritas yang mungkin terjadi di sekitar pengumuman dari suatu peristiwa (Jogiyanto, 2016:647). *Abnormal return* atau *excess return* merupakan kelebihan dari return yang sesungguhnya terjadi terhadap return normal. Return normal merupakan return ekspektasian (return yang diharapkan oleh investor). Dengan demikian return taknormal adalah selisih antara return sesungguhnya yang terjadi dengan return ekspektasian yang dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut (Jogiyanto, 2016:647):

$$RTN_{i,t} = R_{i,t} - E[R_{i,t}]$$

Notasi:

$RTN_{i,t}$ = abnormal return sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

=

$R_{i,t}$ = return realisasian sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

$E[R_{i,t}]$ = return ekspektasian sekuritas ke-i untuk periode peristiwa ke-t

Return realisasian atau return sesungguhnya merupakan return yang terjadi pada peristiwa ke-t yang merupakan selisih harga sekarang relatif terhadap harga sebelumnya atau dapat dihitung dengan rumus:

$$R_{i,t} = \frac{(P_{i,t} - P_{i,t-1})}{P_{i,t-1}}$$

Notasi:

$R_{i,t}$ = return sesungguhnya sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

$P_{i,t}$ = harga sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

$P_{i,t-1}$ = harga sekuritas ke-i periode peristiwa ke-t

Return ekspektasian merupakan return yang harus diestimasi. Dalam (Jogiyanto, 2016:648) Brown dan Warner (1985) mengestimasi return ekspektasian menggunakan model estimasi *mean-adjusted model*, *market model* dan *market-adjusted model*. Adapun model yang digunakan dalam penelitian ini yaitu *mean-adjusted model*. Model sesuaian rata-rata (*mean-adjusted model*) ini menganggap bahwa return ekspektasian bernilai konstan yang sama dengan rata-rata return realisasian sebelumnya selama periode estimasi (*estimation period*) dengan rumus sebagai berikut:

$$E[R_{i,t}] = \frac{\sum_{j=t1}^{t2} R_{i,t}}{T}$$

Notasi:

$E[R_{i,t}]$ = return ekspektasi sekuritas ke-i untuk periode peristiwa ke-t

$R_{i,t}$ = return realisasian sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-t

T = lamanya periode estimasi, yaitu dari t1 sampai dengan t2

METODE PENELITIAN

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah (sukuk) tahun 2007-2016 yaitu sebanyak 27 Perusahaan dengan 86 penerbitan. Kriteria yang dijadikan dasar pemilihan sampel berdasarkan *purposive sampling method* yaitu; (1) Perusahaan *go public* dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia (2) Perusahaan yang mengumumkan obligasi syariah dan menerbitkan saham pada periode pengamatan tahun 2007-2016 (3) Perusahaan penerbit obligasi syariah menerbitkan saham dan memiliki laporan harga-harga saham harian yang dipublikasikan pada sekitar hari pengumuman penerbitan obligasi syariah di Bursa Efek Indonesia selama periode tahun 2007-2016 (4) Dalam periode jendela pengamatan yang ditentukan selama H-1 sampai

H+1 dari pengumuman penerbitan obligasi syariah tidak terdapat peristiwa lain yang secara langsung mempengaruhi perubahan harga saham seperti: pengumuman *stock split*, pengumuman *dividen* saham, *warrant* atau pengumuman perusahaan lainnya. Dari kriteria tersebut, diperoleh 14 perusahaan sebagai sampel dengan total 57 penerbitan obligasi syariah (sukuk).

Objek penelitian ini adalah nilai dan rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) sebagai variabel independent, dan *cumulative abnormal return* saham sebagai variabel dependent. Nilai penerbitan obligasi syariah (X1) diwakili oleh tingkat *leverage* (sukuk) *ratio* yang dinilai sebesar perbandingan nilai nominal penerbitan obligasi syariah dengan total ekuitas perusahaan (*sukuk to equity ratio*), Rating obligasi syariah (X2) diperoleh dengan mengkonversi rating bentuk huruf ke dalam bentuk interval yang dikeluarkan oleh PT. Pefindo, dan *Cumulative abnormal return* saham perusahaan (Y) diperoleh dari selisih antara return sesungguhnya yang terjadi dengan return ekspektasian.

Teknik analisa data dalam penelitian ini yaitu, (1) mengkuantifikasi variabel independen yaitu nilai penerbitan obligasi syariah (sukuk) yang diwakili oleh *sukuk to equity ratio* dan rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) dengan mengkonversi bentuk huruf ke dalam bentuk angka interval. (2) melakukan pengamatan terhadap pergerakan harga saham di pasar modal akibat pengumuman penerbitan sukuk selama periode pengujian. Pergerakan harga saham tersebut dapat digunakan untuk mencari *abnormal return*, sementara itu *cumulative abnormal return* saham perusahaan diperoleh dari hasil akumulasi *abnormal return* pada periode jendela, yaitu 3 hari disekitar pengumuman (H-1 penerbitan, pada saat hari H penerbitan, dan pada saat H+1 penerbitan). Pengambilan periode ini dilakukan untuk menghindari *confounding effect* dari adanya peristiwa lain, seperti *right issue*, *warrant*, pengumuman *dividen*, merger dan lain- lain. Adapun periode estimasi yang dipakai dalam penelitian ini mengacu pada penelitian yang dilakukan oleh Ilsa Yunita (2014) yaitu 39 hari (3) dilakukan uji kelayakan dengan metode asumsi klasik. Data hasil penelitian dianalisis dengan menggunakan analisis regresi linier berganda. Pengujian hipotesis dilakukan

dengan uji F (secara simultan) dan uji T (secara parsial) dengan taraf keyakinan 95% dan $\alpha = 5\%$.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Uji normalitas dengan *Kolmogorov-Smirnov Test* menghasilkan bahwa nilai *Assymp. Sig. (2-tailed)* $0,440 > 0,05$. Artinya, nilai residual yang telah terstandarisasi pada model regresi penelitian telah berdistribusi normal. Uji Autokorelasi yang menunjukkan bahwa nilai *Durbin-Watson* yaitu sebesar 1,670. Diperoleh nilai *dl* sebesar 1,5004 dan *du* sebesar 1,6452. Artinya, nilai *dw* berada diantara *du* dan *4-du*, maka tidak terjadi autokorelasi. Uji Multikolinieritas menghasilkan bahwa nilai *tolerance* $0,799 > 0,1$ dan nilai *VIF* $1,252 < 10$, maka dapat disimpulkan bahwa tidak ada multikolinieritas antar variabel independen dalam model regresi. Uji heteroskedastisitas menghasilkan bahwa titik-titik menyebar secara acak serta tersebar baik diatas maupun dibawah angka nol pada sumbu Y, sehingga hal ini dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas pada model regresi.

Hasil dari persamaan regresi menunjukkan koefisien X1 bernilai positif (0,489) dan koefisien X2 (0,011). Ini berarti bahwa nilai penerbitan obligasi syariah (X1) dan rating penerbitan obligasi syariah (X2) memiliki hubungan yang positif terhadap *cumulative abnormal return* saham. Adapun hasil pengujian hipotesis menunjukkan hasil sebagai berikut:

- 1) Uji F (Uji regresi secara simultan)

Tabel 2 Hasil Uji F
ANOVA^a

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	,056	2	,028	19,586	,000 ^b
Residual	,077	54	,001		
Total	,132	56			

a. Dependent Variable: Cumulative Abnormal Return

b. Predictors: (Constant), Rating Obligasi Syariah, Nilai Obligasi Syariah

Sumber: Hasil analisis data penelitian dengan SPSS

Berdasarkan nilai yang diperoleh dari tabel distribusi F, maka diperoleh nilai F tabel sebesar 3,17. Dengan demikian, F hitung $19,586 > 3,17$ nilai F tabel. Disamping itu, dapat dilihat bahwa nilai *Sig.* $0,000 < 0,05$. Sehingga dapat disimpulkan bahwa penerbitan obligasi syariah yang diwakili oleh nilai dan rating penerbitan obligasi syariah mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap reaksi

pasar modal Indonesia yang diwakili oleh (*cumulative abnormal return* saham) secara simultan.

2) Uji T (Uji regresi secara parsial)

Tabel 3 Hasil Uji T
Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	-,198	,034		5,824	,000
1 Nilai Obligasi Syariah	,489	,096	,590	5,090	,000
Rating Obligasi Syariah	,011	,002	,642	5,539	,000

a. Dependent Variable: Cumulative Abnormal Return

Sumber: Hasil analisis data penelitian dengan SPSS (data diolah)

Berdasarkan daftar nilai t tabel dengan $df = 54$ dan tingkat signifikansi 0,05 diperoleh nilai t tabel sebesar 2,005. Karena nilai t hitung $5,090 > 2,005$ nilai t tabel atau karena nilai *Sig.* variabel nilai obligasi syariah sebesar $0,000 < 0,05$, dan arah koefisien positif, sehingga dapat disimpulkan bahwa nilai penerbitan obligasi syariah berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pasar modal Indonesia yang diwakili oleh (*cumulative abnormal return* saham) secara parsial.

Karena nilai t hitung $5,539 > 2,005$ nilai t tabel, atau karena nilai *Sig.* rating penerbitan obligasi syariah $0,000 < 0,05$ dan arah koefisien positif, sehingga dapat disimpulkan bahwa rating penerbitan obligasi syariah berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pasar modal Indonesia (*cumulative abnormal return* saham) secara parsial.

Pembahasan

Pengaruh Nilai Penerbitan Obligasi Syariah Terhadap *Cumulative Abnormal Return* Saham

Hasil uji t yang telah dilakukan menunjukkan bahwa variabel nilai penerbitan obligasi syariah (sukuk) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *cumulative abnormal return* saham. Hasil penelitian ini menandakan bahwa perusahaan yang menerbitkan sukuk dengan jumlah besar maka telah mempengaruhi reaksi investor akibat perubahan struktur modal, dimana hal ini dapat dilihat dari pergerakan harga saham di pasar modal. Secara empiris, hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Devi Adelin Septianingtyas (2012) yang menyatakan bahwa, nilai penerbitan obligasi

syariah berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return saham*. Penelitian tersebut juga menyatakan tentang hasilnya yang konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Kim dan Stulz (1988) dengan menggunakan sampel *Eurobond* yang dikeluarkan oleh perusahaan Amerika Serikat juga mendapatkan hasil yang sama, pasar bereaksi positif sehingga mereka mendapatkan positive average stock return di sekitar waktu pengumuman penawaran obligasi. Penelitian ini menghasilkan return yang positif dan signifikan sebesar 0,5% pada 3 hari sekitar waktu pengumuman penerbitan.

Selain itu, hasil penelitian yang dilakukan oleh Jun- Koo Kang, Yong-Cheol Kim, Kyu-Joo Park, and Rene M. Stulz (1995) dalam Mujahid dan Fitrijanti (2010) juga menunjukkan hasil yang sama. Pasar juga bereaksi positif atas adanya pengumuman penerbitan obligasi dalam bentuk *offshore dollar-denominated equity-linked debt* yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan Jepang antara 1997-1989. Penelitian ini menghasilkan *abnormal return* yang positif dan signifikan sebesar 0,5% pada 3 hari sekitar waktu pengumuman penerbitan. Aulia Nur Arifina (2016), yang meneliti tentang nilai dan rating penerbitan sukuk terhadap return saham menyimpulkan bahwa informasi nilai penerbitan sukuk memiliki kandungan informasi yang cukup terhadap keputusan yang diambil oleh investor informasi nilai penerbitan sukuk secara tersendiri akan dijadikan pertimbangan oleh investor dalam pengambilan keputusan investasi.

Pengaruh Rating Penerbitan Obligasi Syariah Terhadap *Cumulative Abnormal Return Saham*

Hasil uji t yang telah dilakukan menunjukkan rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) juga berpengaruh positif dan signifikan terhadap *cumulative abnormal return* saham, menandakan para investor menggunakan informasi berupa pengumuman *bond rating* dalam kegiatan investasinya, sehingga publikasi ini dapat memberi dampak berupa *return* saham, apabila dibandingkan dengan hari diluar pengumuman. Karena dalam memutuskan untuk membeli saham, para investor perlu melakukan suatu analisis saham, sehingga akan diketahui risiko dan *return* yang akan diterima. Investor pada umumnya menyukai saham dengan

tingkat risiko yang lebih rendah. Semakin tinggi tingkat rating obligasi suatu perusahaan maka semakin kecil pula resiko yang akan ditanggung oleh investor.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang pernah dilakukan sebelumnya oleh Srianingsih (2015), hasilnya menunjukkan terdapat reaksi pasar pada periode setelah pengumuman, lebih tepatnya pada hari ke-2 dan ke-3. Sehgal dan Mathur (2013), hasil penelitian yang menggunakan periode *windows* selama 41 ini adalah pengumuman perubahan *bond rating* berpengaruh signifikan terhadap *abnormal return*, terutama pada perusahaan yang mengalami *downgrade*. Fakta tersebut secara tidak langsung memperlihatkan bahwa investor lebih mengantisipasi kabar buruk dari pada kabar baik. Devi Adelin Septianingtyas (2012), penelitiannya menunjukkan pengaruh yang positif dan signifikan terhadap *return* saham. Ia menyimpulkan bahwa pada prinsipnya, semakin rendah rating, berarti semakin tinggi risiko gagal bayar dan semakin besar pula imbal hasil (*return*) yang diharapkan oleh investor. Kawedar dan Suwanti (2009) yang meneliti tentang pengumuman *rating* versi PT. Pefindo terhadap *abnormal return* dari 31 perusahaan yang terdaftar di BEJ juga mendukung hasil penelitian penulis saat ini. Hasilnya menunjukkan terdapat perbedaan yang signifikan rata-rata *abnormal return* pada waktu sebelum dan sesudah pengumuman *bond rating*. Hal tersebut menunjukkan bahwa pengumuman *bond rating* memiliki kandungan informasi yang cukup untuk membuat investor bertindak, sehingga terjadi perubahan *average abnormal return* (AAR).

Pengaruh Nilai dan Rating Penerbitan Obligasi Syariah Terhadap *Cumulative Abnormal Return* Saham

Hasil uji F menunjukkan bahwa nilai penerbitan dan rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) secara simultan berpengaruh positif terhadap *cumulative abnormal return* saham. Seperti halnya diungkapkan oleh Mujahid dan Fitrijanti (2010) dalam penelitiannya bahwa secara teoritis, memang ada hubungan positif antara pengungkapan dan kinerja pasar perusahaan. Penerbitan obligasi syariah (sukuk) juga merupakan salah satu pengungkapan atas strategi pendanaan

perusahaan sehingga pengumuman penerbitan sukuk perusahaan idealnya akan mempengaruhi keputusan investor yang tercermin dalam tingkat *return* saham. Adanya *abnormal return* yang terjadi merupakan salah satu indikator untuk melihat reaksi pasar disekitar tanggal pengumuman penerbitan sukuk. Apabila ditinjau dari segi perubahan *abnormal return* saham perusahaan sampel sebelum dan sesudah peristiwa penerbitan obligasi syariah (sukuk) dari data penelitian ini dapat diketahui rata-rata *abnormal return* setelah terjadinya peristiwa mengalami perubahan, yaitu dari sebelum peristiwa sebesar 0,0030 menjadi 0,0064.

Fluktuasi rata-rata *abnormal return* positif yang signifikan terjadi karena pasar segera memberikan reaksi terhadap pengumuman penerbitan obligasi syariah (sukuk). Pergerakan harga saham mengindikasikan bahwa penerbitan obligasi syariah yang diwakili oleh nilai dan rating penerbitan sukuk menyebabkan pemegang saham memindahkan risiko pada pemegang obligasi syariah. Oleh sebab itu, penerbitan obligasi syariah akan direspon positif oleh investor untuk meningkatkan harga saham. Disamping itu, jika harga saham cenderung turun untuk kemudian naik kembali membuat saham yang diperdagangkan akan semakin likuid dan diminati oleh para investor (Baker dan Gallagher, 1980). Jika dikaitkan dengan teori sinyal (*signalling theory*) informasi yang dipublikasikan sebagai suatu pengumuman akan memberikan signal bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi, termasuk pengumuman penerbitan obligasi syariah (sukuk) memiliki kandungan informasi sehingga ia dapat memberikan sinyal positif bagi investor.

Penelitian ini konsisten dengan penelitian Vita dan Leo (2014) yang meneliti tentang reaksi pasar atas penerbitan sukuk, dimana studinya dilakukan pada emiten saham penerbit sukuk periode 2008-2012. Vita dan Leo mendapatkan hasil atas uji hipotesisnya bahwa terdapat perbedaan *average abnormal trading volume activity* yang signifikan pada sebelum dan setelah penerbitan obligasi syariah (sukuk). Hal ini berarti, secara kumulatif terjadi kenaikan dan penurunan *trading volume activity* yang signifikan selama periode pengamatan pada emiten yang menerbitkan sukuk. Signifikansi perbedaan *abnormal trading volume*

activity dimungkinkan investor saham mengantisipasi kandungan dan risiko yang ditimbulkan atas penerbitan sukuk.

Penerbitan obligasi memang tidak selalu direspon positif oleh pasar. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Mochamad Rizki Pratama (2013) justru menghasilkan respon yang sebaliknya. Namun demikian, bukan berarti informasi nilai dan rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) perusahaan tidak memberikan informasi apapun terhadap keputusan yang akan diambil oleh investor, karena nilai dan rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) dapat menunjukkan tingkat likuiditas dan solvabilitas perusahaan dalam perusahaan baik jangka pendek maupun jangka panjang yang bisa berguna bagi investor.

Disisi lain, menurut Mujahid dan Tettet (2010) yang menyatakan bahwa, perkembangan dipasar merupakan indikator penting untuk mengetahui tingkah laku pasar. Para investor dalam melakukan transaksi di pasar modal akan mendasarkan keputusannya pada berbagai informasi yang dimilikinya. Informasi yang relevan dengan pasar modal merupakan sesuatu yang dicari oleh investor dalam upaya pengambilan keputusan investasi. Penerbitan obligasi adalah salah satu bentuk kebijakan perusahaan yang akan berdampak pada terjadinya perubahan struktur modal perusahaan. Apabila informasi diterbitkannya obligasi oleh perusahaan merupakan informasi yang memiliki makna bagi pasar maka akan tercermin dalam perubahan harga saham yang akan menghasilkan selisih antara *return* yang diharapkan dengan *return* yang sesungguhnya. Oleh karena itu, dampak dari nilai dan rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) perusahaan, mengacu dari fenomena penerbitan obligasi konvensional yang saat ini sedang berkembang dipasar tak luput dari perhatian investor, walaupun sampai saat ini pengaruhnya belum signifikan dan relatif kecil.

Untuk kasus penelitian yang dilakukan penulis saat ini, Mujahid dan Tettet (2010) dalam penelitiannya menjelaskan bahwa terdapat arah hubungan negatif antara nilai dan rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) terhadap reaksi pasar yang diwakili oleh *cumulative abnormal return* saham perusahaan pada sebagian hasil penelitian dapat terjadi karena harga saham perusahaan yang mengalami penurunan *cumulative abnormal return* saham tersebut lebih mendominasi

perusahaan lainnya. Sehingga secara agregat pengaruhnya akan negatif. Selain itu, rendahnya kemampuan variabel independen, yaitu nilai dan rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) perusahaan dalam menerangkan *cumulative abnormal return* saham sebagai variabel dependen ini dapat juga dikarenakan masih begitu banyak faktor eksternal dan internal perusahaan lainnya yang turut berpengaruh terhadap *return* saham harian perusahaan.

Sebagaimana halnya yang diungkapkan oleh Chen, Roll dan Ross (1986) dalam penelitian Michell Suharli (2004) tentang studi empiris terhadap dua faktor yang mempengaruhi *return* saham pada industri *food & beverages* di BEJ yang melakukan penelitian dalam 2 tahap. Tahap pertama dengan menggunakan regresi *time series* yang hasilnya menyatakan bahwa terdapat empat faktor yang mendasari perubahan harga saham, yaitu: (1) Tingkat inflasi (2) Perbedaan antara tingkat suku bunga jangka pendek dan jangka panjang (3) Perbedaan antara tingkat keuntungan obligasi yang beresiko tinggi dan rendah (4) Tingkat kegiatan dalam industri. Selanjutnya, Burnmeister and McElroy (1988) dalam Michell Suharli (2004) melanjutkan penelitian Chen, Roll dan Ross yang hasilnya menyatakan bahwa terdapat hubungan yang kuat antara variabel makroekonomi terhadap *return* suatu saham. Nilai dan rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) hanya merupakan bagian kecil dari keseluruhan variabel makro yang turut mempengaruhi aktivitas perekonomian negara pada umumnya, dan perusahaan pada khususnya. Walaupun demikian, nilai dan rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) tetap patut diperhitungkan dalam pengambilan suatu keputusan investasi karena nilainya akan senantiasa berubah dari waktu ke waktu dan diprediksi akan semakin berkembang di masa yang akan datang.

Jika ditinjau dari jenis sukuk pada jumlah observasi yaitu sebesar 57 penerbitan obligasi syariah sukuk, yang terdiri dari 30% jenis sukuk *mudharabah* dan 70% jenis sukuk *ijarah*. Menurut (Burhanuddin, 2013) dalam penelitian Dr. Oktaviana (2015) tentang Pemodelan Sukuk Mudharabah Indonesia Dengan Metodologi *System Dynamics* yang menyatakan bahwa, kondisi dimana sukuk *ijarah* lebih diminati dibandingkan sukuk *mudharabah* menunjukkan bahwa sukuk *ijarah* dipandang memiliki keunggulan yang lebih disukai dibandingkan

sukuk *mudharabah* karena memiliki tingkat pengembalian investasi yang bersifat tetap (*fixedreturn*). *Fixedreturn* pada sukuk *ijarah* mencerminkan adanya kepastian dari hasil investasi yang akan diterima secara tetap sehingga sukuk ini lebih disukai oleh para investor, terutama para investor yang cenderung menghindari resiko sebagaimana halnya pada *tren* obligasi konvensional, *fixed rate* (suku bunga tetap) lebih populer dibandingkan dengan *floating rate* (suku bunga yang mengambang) pada obligasi konvensional.

Berdasarkan hal di atas, dimana jenis sukuk *ijarah* lebih diminati investor karena dipandang memiliki tingkat pengembalian investasi yang bersifat tetap, maka hal ini menunjukkan bahwa faktor lain yang dijadikan pertimbangan dalam keputusan investasi investor sehingga dapat mendasari perubahan harga saham yaitu, perbedaan antara tingkat suku bunga dan perbedaan antara tingkat keuntungan obligasi yang beresiko tinggi dan rendah. Hal ini dibuktikan dengan hasil pengujian hipotesis yang telah dilakukan, dimana koefisien determinasi (*Adjusted R²*) sebesar 0,399 atau 40%. sedangkan selebihnya 60% dipengaruhi oleh faktor lain diluar penelitian.

Hasil penelitian ini membuktikan bahwa nilai dan rating penerbitan obligasi syariah tetap diperhitungkan dalam pengambilan suatu keputusan investasi investor. Adanya *abnormal return* yang terjadi disekitar pengumuman informasi *corporate action* menunjukkan bahwa terdapat reaksi pasar yang positif terhadap informasi, karena penerbitan obligasi sama halnya dengan penerbitan saham, penerbitan obligasi juga akan mempengaruhi struktur modal perusahaan dan akan memungkinkan pemegang saham mengalihkan risiko pada pemegang obligasi. Oleh sebab itu, penerbitan obligasi akan direspon positif oleh investor untuk meningkatkan harga saham.

SIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil dan pembahasan sebelumnya, dapat disimpulkan bahwa nilai dan rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) berpengaruh baik secara parsial maupun secara simultan terhadap *cumulative abnormal return* saham. Penelitian ini menunjukkan bahwa nilai dan rating penerbitan obligasi syariah



THE 10th FIPA
FORUM ILMIAH PENDIDIKAN AKUNTANSI
PROGRAM STUDI PENDIDIKAN AKUNTANSI-FKIP
UNIVERSITAS PGRI MADIUN

memiliki kandungan informasi terhadap keputusan yang diambil oleh investor. Informasi nilai dan rating penerbitan obligasi syariah secara tersendiri dijadikan pertimbangan oleh investor dalam pengambilan keputusan investasi.

Bagi peneliti selanjutnya disarankan untuk memperluas populasi yang digunakan dan memperpanjang periode waktu penelitian, menambah variabel makro lainnya diluar variabel yang digunakan dalam penelitian ini. Variabel-variabel lain yang potensial yang dapat memberikan kontribusi terhadap perubahan variabel *cumulative abnormal return* saham perusahaan (emiten), dan memperbanyak target penelitian. Selain itu, dapat melakukan penelitian dengan topik serupa, namun menggunakan variabel independen yang berbeda dari penelitian yang telah penulis lakukan saat ini.

DAFTAR PUSTAKA

- Accounting and Auditing Organization for Islamic Institutions. 2009. "Shari'a Standard: Investment Sukuk No.17. AAOIFI. (Online), <http://www.global-islamic-finance.com/2009/10/sharia-standard-no-17-investment-sukuk.html> (diakses pada tanggal 02 Maret 2017).
- Almara, Dheni Saraswati. 2015. "Analisis Pengaruh Nilai Sukuk, Rating Sukuk, dan Risiko Sukuk terhadap *Last Yield* Sukuk (Studi Kasus Perusahaan Konvensional Non-bank yang Menerbitkan Sukuk di Indonesia tahun 2008-2011)". Skripsi. Semarang: Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Diponegoro.
- Arifina, Aulia Nur. 2016. "Nilai dan Rating Penerbitan Sukuk terhadap Return Saham (Studi pada Perusahaan yang listing di Bursa Efek Indonesia)". Skripsi. Yogyakarta: Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam, Universitas Islam Negeri Sunan Kalijaga.
- Baker, H.K. dan P. L. Gallagher. 1980. "Management View of Stock Splits". *Financial Management* 9 (Summer), Vol. 9, No.2, Hal. 73-77.
- Bursa Efek Indonesia. 2007-2016. "Laporan Keuangan & Tahunan". (Online). <http://www.idx.co.id/id-id/beranda/perusahaantercatat/laporankeuangandantahunan.aspx> (diakses pada tanggal 20 maret 2017).
- Fatimatuzzahra, Vita. Dan Herlambang, Leo. 2014. "Reaksi Pasar Atas Penerbitan Sukuk (Studi Pada Emiten Saham Penerbit Sukuk Periode 2008-2012)". *Jurnal JESTT No.5 Vol.1.363-378*.
- Tim Kajian Pengembangan Produk Syariah Departemen Keuangan Republik Indonesia. 2009. "Kajian Pengembangan Produk Syariah di Pasar Modal". Jakarta: Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM).
- Ghozali, Imam. 2011. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 19*. Semarang: Universitas Diponegoro.

- Harsono, Arvin Setyo. 2010. "Pengaruh Current Ratio, Debt- to- equity, Return on Asset, dan Ukuran Perusahaan terhadap Peringkat Obligasi". Skripsi. Jakarta: Universitas Indonesia.
- Hartono Jogiyanto. 2016. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Kesepuluh. Yogyakarta : BPFE.
- Ikatan Akuntan Indonesia. 2016. *Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan (PSAK)*. Jakarta: IAI.
- Kawedar, Warsito dan Suwanti. 2009. "Pengaruh Pengumuman Bond Rating Versi PT Pefindo terhadap Abnormal Return Saham Perusahaan di Bursa Efek Jakarta". *AKSES: Jurnal Ekonomi dan Bisnis*. Volume 4. No. 8. Hal. 149-160.
- Martel, M. C. V. dan Y. G. Padron. 2006. "Debt and Informative Content: Evidence in Spanish Stock Market". *International Research Journal of Finance and Economics Issue 4*.
- Mubarok, Abdullah dan Afiyah. 2015. "Reaksi Pasar Atas Penerbitan Sukuk Korporasi". Research. Tegal: Fakultas Ekonomi, Universitas Pancasakti Tegal.
- Mujahid. dan Fitrijanti, Tettet. 2010. "Pengaruh Penerbitan Obligasi Syariah (Sukuk) Perusahaan Terhadap Reaksi Pasar (Survey terhadap Perusahaan- Perusahaan yang Menerbitkan Obligasi Syariah dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia)" . *Simposium Nasional Akuntansi XIII Purwokerto2010*. Purwokerto: Universitas Jendral Soedirman Purwokerto.
- Oktaviani. 2015. "Pemodelan Sukuk Mudharabah Indonesia Dengan Metodologi System Dynamics". (Online). <http://www.iqtishadconsulting.com/assets/media/file/file-pemodelan-sukuk-mudharabah-indonesia-dengan-metodologi-system-dynamics.pdf> (diakses pada tanggal 1 Juni 2017).
- Otoritas Jasa Keuangan. 2015. *Peraturan Tentang Penerbitan dan Persyaratan Sukuk Nomor: 18/POJK.04/2015*. Jakarta: OJK.
- Otoritas Jasa Keuangan. 2015. "Siaran Pers, Presiden Jokowi: Aku Cinta Keuangan Syariah, (Online), No. SP-54/DKNS/OJK/06/2015", http://www.ojk.go.id/Files/201506/SIARANPERSACKSJOKOWI_1434364314.pdf, diakses pada tanggal 20 Maret 2017).
- Otoritas Jasa Keuangan. 2015. "Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 53/POJK.04/2015 tentang Akad yang Digunakan dalam Penerbitan Efek Syariah di Pasar Modal. Jakarta: OJK.
- Otoritas Jasa Keuangan. 2007-2016. "Statistik Sukuk", (Online), <http://www.ojk.go.id/id/kanal/syariah/data-dan-statistik/data-produk-obligasi-syariah/Default.aspx> (diakses pada tanggal 30 februari 2017).
- Pratama, Mochamad Rizki. 2013. "Pengaruh Penerbitan Obligasi Syariah (sukuk) Terhadap Reaksi Pasar Modal Indonesia". Skripsi. Bandung: Universitas Widyatama.
- Pemeringkat Efek Indonesia. 2015. "Rating Definition", (Online), <http://www.pefindo.com> (diakses pada tanggal 13 maret 2017).



THE 10th FIPA
FORUM ILMIAH PENDIDIKAN AKUNTANSI
PROGRAM STUDI PENDIDIKAN AKUNTANSI-FKIP
UNIVERSITAS PGRI MADIUN

- Riza, Kahfi. 2015. "Analisis Valuasi Bank Umum Syariah Sebagai Proyeksi Kesiapan Partisipasi di Pasar Modal Indonesia". *Kumpulan Hasil Riset Terbaik Forum Riset Ekonomi dan Keuangan Syariah IV "Membangun Industri Pasar Modal Syariah yang Tumbuh, Stabil, dan Berkelanjutan"*. Malang: Universitas Brawijaya.
- Sari, Yulis Pramita. Lestari, Ika Yuni. Dan Fardila, Fitrotul. 2015. "Model Desentralisasi Sukuk dalam Mendorong Percepatan Pembangunan Ekonomi Daerah di Indonesia". *Kumpulan Hasil Riset Terbaik Forum Riset Ekonomi dan Keuangan Syariah IV "Membangun Industri Pasar Modal Syariah yang Tumbuh, Stabil, dan Berkelanjutan"*. Malang: Universitas Brawijaya.
- Savitri, Enni. 2015. "Pengaruh Penerbitan Obligasi Syariah (Sukuk) terhadap Reaksi Pasar Modal Indonesia Tahun 2009-2013". *Jurnal Aplikasi Manajemen (JAM) No. 4 Vol. 13*. 689-696.
- Sharpe, F. William, et al. Alih Bahasa Pristina Trimastuti dkk. *Investment*. 2005. Jilid 1. Edisi 6. Jakarta: PT. Indeks Kelompok Gramedia.
- Srianingsih. 2015. "Pengaruh Pengumuman Peringkat Sukuk terhadap Reaksi Pasar". Skripsi. Semarang: Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Semarang.
- Sugiyono. 2013. *Statistika: Untuk Akuntansi dan Keuangan Modern*. Jakarta: Salemba Empat.
- Suharli, M. 2004. "Studi Empiris terhadap Dua Faktor yang Mempengaruhi Return Saham pada Industri Food & Beverages di Bursa Efek Jakarta". Skripsi. Jakarta: Universitas Katolik Indonesia Atmajaya.
- Suliyanto. 2011. *Ekonometrika Terapan: Teori & Aplikasi dengan SPSS*. Edisi I. Yogyakarta: Andi.
- Sunarsih. 2008. "Potensi Obligasi Syariah sebagai Sumber Pendanaan Jangka Menengah dan Panjang bagi Perusahaan di Indonesia". *Jurnal Asy-Syir'ah No. 1 Vol. 42*. 56-81. Yogyakarta: Fakultas Syariah Universitas Islam Negeri (UIN) Sunan Kalijaga.
- Septiningtyas, Devi Adelin. 2012. "Pengaruh Nilai dan Rating Penerbitan Obligasi Syariah (Sukuk) Perusahaan Terhadap Return Saham". Skripsi. Semarang: Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Semarang.
- Seputar Forex. 2007-2016. "Data Historis Saham". (Online). http://www.seputarforex.com/saham/data_historis/index.php (diakses pada tanggal 28 maret 2017).
- Setyowati, Widhy. 2002. "Pengaruh Kandungan Informasi Keuangan Terhadap Abnormal Return Saham (Studi Kasus pada Miscellaneous Industry di Bursa Efek Jakarta)". Tesis. Semarang: Program Pasca Sarjana, STIE.



THE 10th FIPA
FORUM ILMIAH PENDIDIKAN AKUNTANSI
PROGAM STUDI PENDIDIKAN AKUNTANSI-FKIP
UNIVERSITAS PGRI MADIUN

Lampiran 1. Nilai Penerbitan Obligasi Syariah Tahun 2007-2016

No	Kode Emiten	Nama Sukuk	Total Sukuk	Total Ekuitas	Sukuk Equity Ratio
1	ISAT	Sukuk Ijarah Indosat II Tahun 2007	400.000.000.000	400.000.000.000	0,002418
		Sukuk Ijarah Indosat III Tahun 2008	570.000.000.000	570.000.000.000	0,003274
		Sukuk Ijarah Indosat IV Tahun 2009 Seri A	28.000.000.000	28.000.000.000	0,000156
		Sukuk Ijarah Indosat IV Tahun 2009 Seri B	172.000.000.000	172.000.000.000	0,000958
		Sukuk Ijarah Indosat V Tahun 2012	300.000.000.000	300.000.000.000	0,001547
		Sukuk ijarah berkelanjutan I Tahap I Tahun 2014 Seri A	64.000.000.000	64.000.000.000	0,004508
		Sukuk ijarah berkelanjutan I Tahap I Tahun 2014 Seri B	16.000.000.000	16.000.000.000	0,001127
		Sukuk ijarah berkelanjutan I Tahap I Tahun 2014 Seri C	110.000.000.000	110.000.000.000	0,007749
		Sukuk Ijarah Berkelanjutan I Tahap II Tahun 2015 Seri A	55.000.000.000	55.000.000.000	0,003874
		Sukuk Ijarah Berkelanjutan I Tahap II Tahun 2015 Seri B	76.000.000.000	76.000.000.000	0,005354
		Sukuk Ijarah Berkelanjutan I Tahap II Tahun 2015 Seri C	67.000.000.000	67.000.000.000	0,004720
		Sukuk Ijarah Berkelanjutan I Tahap II Tahun 2015 Seri D	43.000.000.000	43.000.000.000	0,003029
		Sukuk Ijarah Berkelanjutan I Tahap II Tahun 2015 Seri E	175.000.000.000	175.000.000.000	0,012327
		Sukuk Ijarah Berkelanjutan I Tahap III Tahun 2015 Seri A	65.000.000.000	65.000.000.000	0,004579
		Sukuk Ijarah Berkelanjutan I Tahap III Seri B	41.000.000.000	41.000.000.000	0,002888
		PUB Sukuk Ijarah I Tahap IV Indosat Seri A	163.000.000.000	163.000.000.000	0,011482
		PUB Sukuk Ijarah I Tahap IV Indosat Seri B	61.000.000.000	61.000.000.000	0,004297
PUB Sukuk Ijarah I Tahap IV Indosat Seri C	10.000.000.000	10.000.000.000	0,000704		
PUB Sukuk Ijarah I Tahap IV Indosat Seri D	54.000.000.000	54.000.000.000	0,003804		
2	BLTA	Sukuk Ijarah Berlian Laju Tanker Tahun 2007	200.000.000.000	200.000.000.000	0,060321
		Sukuk Ijarah Berlian Laju Tanker II Tahun 2009 Seri A	45.000.000.000	45.000.000.000	0,005468
		Sukuk Ijarah Berlian Laju Tanker II Tahun 2009 Seri B	55.000.000.000	55.000.000.000	0,006683
3	MPPA	Sukuk Ijarah Matahari Putra Prima II Tahun 2009 Seri A	90.000.000.000	90.000.000.000	0,025958
		Sukuk Ijarah Matahari Putra Prima II Tahun 2009 Seri B	136.000.000.000	136.000.000.000	0,039226



THE 10th FIPA
FORUM ILMIAH PENDIDIKAN AKUNTANSI
PROGAM STUDI PENDIDIKAN AKUNTANSI-FKIP
UNIVERSITAS PGRI MADIUN

4	ADHI	Sukuk Mudharabah I Adhi Tahun 2007	125.000.000.000	125.000.000.000	0,229208
		Sukuk Subordinasi Mudharabah Berkelanjutan I Adhi Tahap I Tahun 2012	125.000.000.000	125.000.000.000	0,105850
		Sukuk Subordinasi Mudharabah Berkelanjutan I Adhi Tahap II Tahun 2013	125.000.000.000	125.000.000.000	0,105850
5	MYOR	Sukuk Mudharabah I Mayora Indah Tahun 2008	200.000.000.000	200.000.000.000	0,156657
		Sukuk Mudharabah II Mayora Indah Tahun 2012	250.000.000.000	250.000.000.000	0,081490
6	SMRA	Sukuk Ijarah I Summarecon Agung Tahun 2008	200.000.000.000	200.000.000.000	0,126936
		Sukuk Ijarah Summarecon Agung I Tahap I Tahun 2013	150.000.000.000	150.000.000.000	0,032205
		Sukuk Ijarah Summarecon Agung I Tahap II Tahun 2014	300.000.000.000	300.000.000.000	0,064410
		PUB Sukuk Ijarah I Tahap III	150.000.000.000	150.000.000.000	0,025031
7	MTDL	Sukuk Ijarah Metrodata Eletronics I Tahun 2008	90.000.000.000	90.000.000.000	0,002144
8	ELTY	Sukuk Ijarah I Bakrieland Development Th. 2009 seri A	60.000.000.000	60.000.000.000	0,012924
		Sukuk Ijarah I Bakrieland Development Th. 2009 seri B	90.000.000.000	90.000.000.000	0,019386
9	MAPI	Sukuk Ijarah Mitra Adiperkasa I Tahun 2009 Seri A	96.000.000.000	96.000.000.000	0,074532
		Sukuk Ijarah Mitra Adiperkasa I Tahun 2009 Seri B	39.000.000.000	39.000.000.000	0,030278
10	ADMF	Sukuk Mudharabah Berkelanjutan Adhira Dinamika Multi Finance I Tahun 2013 Seri A	66.000.000.000	66.000.000.000	0,010960
		Sukuk Mudharabah Berkelanjutan Adhira Dinamika Multi Finance I Tahun 2013 Seri B	27.000.000.000	27.000.000.000	0,004484
		Sukuk Mudharabah Berkelanjutan Adhira Dinamika Multi Finance I Tahun 2013 Seri C	286.000.000.000	286.000.000.000	0,047493
		Sukuk Mudharabah blkt I Adira Tahap II Tahun 2014 Seri A	88.000.000.000	88.000.000.000	0,014613
		Sukuk Mudharabah blkt I Adira Tahap II Tahun 2014 Seri B	45.000.000.000	45.000.000.000	0,007473
		PUB Sukuk Mudharabah II Tahap I Adira 2015 Seri A	441.000.000.000	441.000.000.000	0,101128
		PUB Sukuk Mudharabah II Tahap I Adira 2015 Seri B	59.000.000.000	59.000.000.000	0,013530
		PUB Sukuk Mudharabah II Tahap II Seri A	30.000.000.000	30.000.000.000	0,006879

THE 10th FIPA
FORUM ILMIAH PENDIDIKAN AKUNTANSI
PROGAM STUDI PENDIDIKAN AKUNTANSI-FKIP
UNIVERSITAS PGRI MADIUN

		PUB Sukuk Mudharabah II Tahap II Seri B	42.000.000.000	42.000.000.000	0,009631
		PUB Sukuk Mudharabah II Tahap II Seri C	14.000.000.000	14.000.000.000	0,003210
11	AISA	Sukuk Ijarah TPS Food I Tahun 2013	300.000.000.000	300.000.000.000	0,127293
		Sukuk Ijarah TPS Food II Tahun 2016	1.200.000.000.000	1.200.000.000.000	0,281399
12	FPNI	Sukuk Ijarah Titan Nusantara I Tahun 2010	200.000.000.000	200.000.000.000	0,162936
13	EXCL	Sukuk Ijarah Berkelanjutan I Tahap I Tahun 2015 Seri A	494.000.000.000	494.000.000.000	0,035058
		Sukuk Ijarah Berkelanjutan I Tahap I Tahun 2015 Seri B	258.000.000.000	494.000.000.000	0,035058
		Sukuk Ijarah Berkelanjutan I Tahap I Tahun 2015 Seri C	323.000.000.000	494.000.000.000	0,035058
		Sukuk Ijarah Berkelanjutan I Tahap I Tahun 2015 Seri D	425.000.000.000	494.000.000.000	0,035058
14	BNII	Sukuk Mudharabah I Tahap II	700.000.000.000	700.000.000.000	0,047781
		Sukuk Mudharabah blkt I Bank BII Tahap I Tahun 2014	300.000.000.000	300.000.000.000	0,020478

Sumber: data primer yang diolah

Lampiran 2. Rating Penerbitan Obligasi Syariah

Kode	Nama Sukuk	Rating Sukuk	
		Huruf	Interval
ISAT	Sukuk Ijarah Indosat II Tahun 2007	idAA _(sy)	17
	Sukuk Ijarah Indosat III Tahun 2008	idAA _(sy)	17
	Sukuk Ijarah Indosat IV Tahun 2009 Seri A	idAA _(sy)	17
	Sukuk Ijarah Indosat IV Tahun 2009 Seri B	idAA _(sy)	17
	Sukuk Ijarah Indosat V Tahun 2012	idAAA _(sy)	19
	Sukuk ijarah berkelanjutan I Tahap I Tahun 2014 Seri A	idAAA _(sy)	19
	Sukuk ijarah berkelanjutan I Tahap I Tahun 2014 Seri B	idAAA _(sy)	19
	Sukuk ijarah berkelanjutan I Tahap I Tahun 2014 Seri C	idAAA _(sy)	19
	Sukuk Ijarah Berkelanjutan I Tahap II Tahun 2015 Seri A	idAAA _(sy)	19
	Sukuk Ijarah Berkelanjutan I Tahap II Tahun 2015 Seri B	idAAA _(sy)	19
	Sukuk Ijarah Berkelanjutan I Tahap II Tahun 2015 Seri C	idAAA _(sy)	19
	Sukuk Ijarah Berkelanjutan I Tahap II Tahun 2015 Seri D	idAAA _(sy)	19



THE 10th FIPA
FORUM ILMIAH PENDIDIKAN AKUNTANSI
PROGAM STUDI PENDIDIKAN AKUNTANSI-FKIP
UNIVERSITAS PGRI MADIUN

	Sukuk Ijarah Berkelanjutan I Tahap II Tahun 2015 Seri E	idAAA _(sy)	19
	Sukuk Ijarah Berkelanjutan I Tahap III Tahun 2015 Seri A	idAAA _(sy)	19
	Sukuk Ijarah Berkelanjutan I Tahap III Seri B	idAAA _(sy)	19
	Sukuk Ijarah Berkelanjutan I Indosat Tahap IV Tahun 2016 Seri A	idAAA _(sy)	19
	Sukuk Ijarah Berkelanjutan I Indosat Tahap IV Tahun 2016 Seri B	idAAA _(sy)	19
	Sukuk Ijarah Berkelanjutan I Indosat Tahap IV Tahun 2016 Seri C	idAAA _(sy)	19
	Sukuk Ijarah Berkelanjutan I Indosat Tahap IV Tahun 2016 Seri D	idAAA _(sy)	19
BLTA	Sukuk Ijarah Berlian Laju Tanker Tahun 2007	idAA _(sy)	15
	Sukuk Ijarah Berlian Laju Tanker II Tahun 2009 Seri A	idA _(sy)	13
	Sukuk Ijarah Berlian Laju Tanker II Tahun 2009 Seri B	idA _(sy)	13
MPPA	Sukuk Ijarah Matahari Putra Prima II Tahun 2009 Seri A	idA ⁺ _(sy)	14
	Sukuk Ijarah Matahari Putra Prima II Tahun 2009 Seri B	idA ⁺ _(sy)	14
ADHI	Sukuk Mudharabah I Adhi Tahun 2007	idA _(sy)	13
	Sukuk Subordinasi Mudharabah Berkelanjutan I Adhi Tahap I Tahun 2012	idA _(sy)	12
	Sukuk Subordinasi Mudharabah Berkelanjutan I Adhi Tahap II Tahun 2013	idA _(sy)	12
MYO	Sukuk Mudharabah I Mayora Indah Tahun 2008	idAA _(sy)	15
R	Sukuk Mudharabah II Mayora Indah Tahun 2012	idAA _(sy)	15
SMRA	Sukuk Ijarah I Summarecon Agung Tahun 2008	idA _(sy)	12
	Sukuk Ijarah Summarecon Agung I Tahap I Tahun 2013	idA ⁺ _(sy)	14
	Sukuk Ijarah Summarecon Agung I Tahap II Tahun 2014	idA ⁺ _(sy)	14
	Sukuk Ijarah Berkelanjutan I Summarecon Agung Tahap III Tahun 2015	idA ⁺ _(sy)	14
MTDL	Sukuk Ijarah Metrodata Eletronics I Tahun 2008	idBBB _(sy)	10
ELTY	Sukuk Ijarah I Bakrieland Development Th. 2009 seri A	idBBB _(sy)	11
	Sukuk Ijarah I Bakrieland Development Th. 2009 seri B	idBBB _(sy)	11
MAPI	Sukuk Ijarah Mitra Adiperkasa I Tahun 2009 Seri A	idA ⁺ _(sy)	14
	Sukuk Ijarah Mitra Adiperkasa I Tahun 2009 Seri B	idA ⁺ _(sy)	14
ADMF	Sukuk Mudharabah Berkelanjutan Adhira Dinamika Multi Finance I Tahun 2013 Seri A	idA ⁺ _(sy)	14



THE 10th FIPA
FORUM ILMIAH PENDIDIKAN AKUNTANSI
PROGAM STUDI PENDIDIKAN AKUNTANSI-FKIP
UNIVERSITAS PGRI MADIUN

	Sukuk Mudharabah Berkelanjutan Adhira Dinamika Multi Finance I Tahun 2013 Seri B	idA ⁺ (sy)	14
	Sukuk Mudharabah Berkelanjutan Adhira Dinamika Multi Finance I Tahun 2013 Seri C	idA ⁺ (sy)	14
	Sukuk Mudharabah blkt I Adira Tahap II Tahun 2014 Seri A	idAAA _(sy)	19
	Sukuk Mudharabah blkt I Adira Tahap II Tahun 2014 SeriB	idAAA _(sy)	19
	Sukuk Mudharabah II Tahap I Adira 2015 Seri A	idAAA _(sy)	19
	Sukuk Mudharabah II Tahap I Adira 2015 Seri B	idAAA _(sy)	19
	Sukuk Mudharabah Berkelanjutan II Adira Finance Tahap II Tahun 2016 Seri A	idAAA _(sy)	19
	Sukuk Mudharabah Berkelanjutan II Adira Finance Tahap II Tahun 2016 Seri B	idAAA _(sy)	19
	Sukuk Mudharabah Berkelanjutan II Adira Finance Tahap II Tahun 2016 Seri C	idAAA _(sy)	19
AISA	Sukuk Ijarah TPS Food I Tahun 2013	idA _(sy)	13
	Sukuk Ijarah TPS Food II Tahun 2016	idA _(sy)	13
FPNI	Sukuk Ijarah Titan Nusantara I Tahun 2010	idA ⁺ (sy)	14
EXCL	Sukuk Ijarah Berkelanjutan I Tahap I Tahun 2015 Seri A	idAAA _(sy)	19
	Sukuk Ijarah Berkelanjutan I Tahap I Tahun 2015 Seri B	idAAA _(sy)	19
	Sukuk Ijarah Berkelanjutan I Tahap I Tahun 2015 Seri C	idAAA _(sy)	19
	Sukuk Ijarah Berkelanjutan I Tahap I Tahun 2015 Seri D	idAAA _(sy)	19
BNII	Sukuk Mudharabah I Tahap II	idAAA _(sy)	19
	Sukuk Mudharabah blkt I Bank BII Tahap I Tahun 2014	idAAA _(sy)	19

Sumber: data primer yang diolah

Lampiran 3. Cumulative Abnormal Return Saham

Tahun	Kode	Harga Saham				Return Realisasian			Abnormal Return			Cumulative Abnormal Return
		H-2	H-1	H	H+1	H-1	H	H+1	H-1	H	H+1	H+1
2007	ISAT VIIA	7.000	7.050	6.900	6.750	0,0071	-0,0213	-0,0217	0,0031	-0,0254	-0,0258	-0,0481
	BLTA VIIA	2.025	2.050	2.025	2.025	0,0123	-0,0122	0,0000	0,0125	-0,0120	0,0002	0,0007
	ADHI VIIA	1.180	1.180	1.220	1.270	0,0000	0,0339	0,0410	-0,0064	0,0274	0,0345	0,0555



THE 10th FIPA
FORUM ILMIAH PENDIDIKAN AKUNTANSI
PROGAM STUDI PENDIDIKAN AKUNTANSI-FKIP
UNIVERSITAS PGRI MADIUN

2008	ISAT VIIIA	5.950	5.750	5.650	5.700	-0,0336	-0,0174	0,0088	-0,0299	-0,0137	0,0126	-0,0310
	MYOR VIIIA	1.166	1.200	1.183	1.200	0,0292	-0,0142	0,0144	0,0240	-0,0193	0,0093	0,0140
	SMRA VIIIA	150	145	135	135	-0,0333	-0,0690	0,0000	-0,0351	-0,0707	-0,0018	-0,1076
	MTDL VIIIA	155	153	148	143	-0,0129	-0,0327	-0,0338	-0,0206	-0,0404	-0,0415	-0,1024
2009	ISAT IXA	5.150	5.000	4.850	4.875	-0,0291	-0,0300	0,0052	-0,0280	-0,0289	0,0062	-0,0507
	ISAT IXB	5.150	5.000	4.850	4.875	-0,0291	-0,0300	0,0052	-0,0280	-0,0289	0,0062	-0,0507
	BLTA IXA	890	840	810	830	-0,0562	-0,0357	0,0247	-0,0726	-0,0522	0,0082	-0,1166
	BLTA IXB	890	840	810	830	-0,0562	-0,0357	0,0247	-0,0726	-0,0522	0,0082	-0,1166
	MPPA IXA	540	540	540	530	0,0000	0,0000	-0,0185	0,0037	0,0037	-0,0148	-0,0073
	MPPA IXB	540	540	530	530	0,0000	-0,0185	0,0000	0,0037	-0,0148	0,0037	-0,0073
	ELTY IXA	305	290	300	295	-0,0492	0,0345	-0,0167	-0,0654	0,0182	-0,0329	-0,0802
	ELTY IXB	305	290	300	295	-0,0492	0,0345	-0,0167	-0,0654	0,0182	-0,0329	-0,0802
	MAPI IXA	630	630	630	630	0,0000	0,0000	0,0000	-0,0090	-0,0090	-0,0090	-0,0270
	MAPI IXB	630	630	630	630	0,0000	0,0000	0,0000	-0,0090	-0,0090	-0,0090	-0,0270
2010	FPNI XA	153	174	171	168	0,1373	-0,0172	-0,0175	0,1435	-0,0110	-0,0113	0,1211
2012	ISAT XIIA	3.500	3.600	3.650	3.775	0,0286	0,0139	0,0342	0,0371	0,0224	0,0428	0,1022
	ADHI XIIA	970	970	790	960	0,0000	-0,1856	0,2152	0,0002	-0,1853	0,2154	0,0303
	ADHI XIIIB	970	970	790	960	0,0000	-0,1856	0,2152	0,0002	-0,1853	0,2154	0,0303
	MYOR XIIA	16.543	17.143	17.143	17.314	0,0363	0,0000	0,0100	0,0299	-0,0064	0,0036	0,0272
2013	SMRA XIII A	900	950	930	920	0,0556	-0,0211	-0,0108	0,0553	-0,0213	-0,0110	0,0231
	SMRA XIII B	900	950	930	920	0,0556	-0,0211	-0,0108	0,0553	-0,0213	-0,0110	0,0231
	ADMF XIII A	10.000	9.900	9.850	9.850	-0,0100	-0,0051	0,0000	-0,0100	-0,0051	0,0000	-0,0151
	ADMF XIII B	10.000	9.900	9.850	9.850	-0,0100	-0,0051	0,0000	-0,0100	-0,0051	0,0000	-0,0151
	ADMF XIII C	10.000	9.900	9.850	9.850	-0,0100	-0,0051	0,0000	-0,0100	-0,0051	0,0000	-0,0151
	ADMF XIII D	10.000	9.900	9.850	9.850	-0,0100	-0,0051	0,0000	-0,0100	-0,0051	0,0000	-0,0151
	ADMF XIII E	10.000	9.900	9.850	9.850	-0,0100	-0,0051	0,0000	-0,0100	-0,0051	0,0000	-0,0151
AISA XIII A	1.500	1.490	1.490	1.470	-0,0067	0,0000	-0,0134	-0,0111	-0,0044	-0,0179	-0,0334	



THE 10th FIPA
FORUM ILMIAH PENDIDIKAN AKUNTANSI
PROGAM STUDI PENDIDIKAN AKUNTANSI-FKIP
UNIVERSITAS PGRI MADIUN

2014	ISAT XIVA	3.905	3.940	4.000	4.020	0,0090	0,0152	0,0050	0,0080	0,0143	0,0041	0,0264
	ISAT XIVB	3.905	3.940	4.000	4.020	0,0090	0,0152	0,0050	0,0080	0,0143	0,0041	0,0264
	ISAT XIVC	3.905	3.940	4.000	4.020	0,0090	0,0152	0,0050	0,0080	0,0143	0,0041	0,0264
	ISAT XIVD	3.905	3.940	4.000	4.020	0,0090	0,0152	0,0050	0,0080	0,0143	0,0041	0,0264
	ISAT XIVE	3.905	3.940	4.000	4.020	0,0090	0,0152	0,0050	0,0080	0,0143	0,0041	0,0264
	ISAT XIVF	3.905	3.940	4.000	4.020	0,0090	0,0152	0,0050	0,0080	0,0143	0,0041	0,0264
	ISAT XIVG	3.905	3.940	4.000	4.020	0,0090	0,0152	0,0050	0,0080	0,0143	0,0041	0,0264
	ISAT XIVH	3.905	3.940	4.000	4.020	0,0090	0,0152	0,0050	0,0080	0,0143	0,0041	0,0264
	ISAT XIVI	3.905	3.940	4.000	4.020	0,0090	0,0152	0,0050	0,0080	0,0143	0,0041	0,0264
	ISAT XIVJ	3.905	3.940	4.000	4.020	0,0090	0,0152	0,0050	0,0080	0,0143	0,0041	0,0264
	ISAT XIVK	3.905	3.940	4.000	4.020	0,0090	0,0152	0,0050	0,0080	0,0143	0,0041	0,0264
	ISAT XIVL	3.905	3.940	4.000	4.020	0,0090	0,0152	0,0050	0,0080	0,0143	0,0041	0,0264
	ISAT XIVM	3.905	3.940	4.000	4.020	0,0090	0,0152	0,0050	0,0080	0,0143	0,0041	0,0264
	ISAT XIVN	3.905	3.940	4.000	4.020	0,0090	0,0152	0,0050	0,0080	0,0143	0,0041	0,0264
SMRA XIVA	1.560	1.580	1.550	1.535	0,0128	-0,0190	-0,0097	0,0046	-0,0273	-0,0179	-0,0406	
2014	BNII XIVA	295	290	291	290	-0,0169	0,0034	-0,0034	0,0100	0,0304	0,0235	0,0638
	BNII XIVB	295	290	291	290	-0,0169	0,0034	-0,0034	0,0100	0,0304	0,0235	0,0638
2015	ADMF XIVA	4.880	4.925	4.925	4.900	0,0092	0,0000	-0,0051	0,0131	0,0039	-0,0012	0,0158
	ADMF XIVB	4.880	4.925	4.925	4.900	0,0092	0,0000	-0,0051	0,0131	0,0039	-0,0012	0,0158
	ADMF XIVC	4.880	4.925	4.925	4.900	0,0092	0,0000	-0,0051	0,0131	0,0039	-0,0012	0,0158
	ADMF XIVD	4.880	4.925	4.925	4.900	0,0092	0,0000	-0,0051	0,0131	0,0039	-0,0012	0,0158
	ADMF XIVE	4.880	4.925	4.925	4.900	0,0092	0,0000	-0,0051	0,0131	0,0039	-0,0012	0,0158
	EXCL XVA	3.700	3.820	3.750	3.695	0,0324	-0,0183	-0,0147	0,0199	-0,0309	-0,0272	-0,0382
	EXCL XVB	3.700	3.820	3.750	3.695	0,0324	-0,0183	-0,0147	0,0199	-0,0309	-0,0272	-0,0382
	EXCL XVC	3.700	3.820	3.750	3.695	0,0324	-0,0183	-0,0147	0,0199	-0,0309	-0,0272	-0,0382
EXCL XVD	3.700	3.820	3.750	3.695	0,0324	-0,0183	-0,0147	0,0199	-0,0309	-0,0272	-0,0382	
2016	AISA XVIA	1.430	1.475	1.510	1.590	0,0315	0,0237	0,0530	0,0251	0,0174	0,0466	0,0891



THE 10th FIPA
FORUM ILMIAH PENDIDIKAN AKUNTANSI
PROGAM STUDI PENDIDIKAN AKUNTANSI-FKIP
UNIVERSITAS PGRI MADIUN

Maksimum	16.543	17.143	17.143	17.143	0,1373	0,0345	0,2152	0,1435	0,0304	0,2154	0,1211
Minimum	150	145	135	135	-0,0562	-0,1856	-0,0338	-0,0726	-0,1853	-0,0415	-0,1166
Rata- Rata	3.606	3.624	3.613	3.624	0,0047	-0,0089	0,0080	0,0030	-0,0105	0,0064	-0,0027
Standar Deviasi	3.217	3.241	3.235	3.239	0,0297	0,0389	0,0421	0,0317	0,0399	0,0432	0,0487

Sumber:
data primer yang dio





**DAFTAR PESERTA THE 10th FIPA
FORUM ILMIAH PENDIDIKAN AKUNTANSI
PROGRAM STUDI PENDIDIKAN AKUNTANSI-FKIP
UNIVERSITAS PGRI MADIUN**
