



REAKSI PASAR ATAS PENGUMUMAN DIVIDEN TUNAI DI MASA PANDEMI COVID-19

Made Shinta Widayanti¹ I Nyoman Wijana Asmara Putra²

Article history:

Submitted: 5 Mei 2023

Revised: 19 Mei 2023

Accepted: 27 Mei 2023

Keywords:

Covid-19;

Dividend announcements;

Event study;

Kata Kunci:

Covid-19;

Pengumuman dividen;

Studi peristiwa;

Koresponding:

Fakultas Ekonomi dan Bisnis

Universitas Udayana, Bali,

Indonesia

Email: shintawwi@gmail.com

Abstract

This study aims to determine whether there is a market reaction to the announcement of increasing, decreasing and constant dividends during the Covid-19 pandemic and after the exclusion of dividends as an income tax object. This research uses an event study approach for 5 days of observation. Market reaction in this study is measured using abnormal returns which estimated using the mean-adjusted model. The population of this study are companies listed on the Indonesia Stock Exchange in 2021. The data collection method in this research is non-participant observation. The one sample t-test was used to see whether there was a market reaction to the cash dividend announcement. The results of this study found that the market reacts positively to increasing dividend announcements, the market does not react negatively to decreasing dividend announcements but on the contrary, this study found that the market reacts positively to decreasing dividend announcements and the market does not react to constant dividend announcements. The theoretical implications of this research are able to support signaling theory and bird in the hand theory and practical implications can be additional information in making decisions for stock investors and companies.

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui ada tidaknya reaksi pasar atas pengumuman dividen meningkat, menurun dan konstan saat masa pandemi Covid-19 dan setelah dikecualikannya dividen sebagai objek pajak penghasilan. Penelitian dilakukan dengan pendekatan *event study* selama 5 hari pengamatan. Reaksi pasar dalam penelitian ini diukur menggunakan *abnormal return* yang diestimasi menggunakan *mean-adjusted model*. Populasi yang digunakan adalah perusahaan terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2021. Metode pengumpulan data pada penelitian ini adalah observasi non partisipan. Uji *one sample t-test* digunakan untuk melihat ada tidaknya reaksi pasar atas pengumuman dividen tunai. Hasil penelitian ini menemukan bahwa pasar bereaksi positif atas pengumuman dividen meningkat, pasar tidak bereaksi negatif atas pengumuman dividen menurun, sebaliknya ditemukan bahwa pasar bereaksi positif atas pengumuman dividen menurun dan pasar tidak bereaksi atas pengumuman dividen konstan. Implikasi teoretis penelitian ini mampu mendukung *signaling theory* dan *bird in the hand theory* serta implikasi praktis dapat menjadi tambahan informasi dalam mengambil keputusan bagi investor saham maupun perusahaan.

PENDAHULUAN

Investor menginvestasikan dana yang dimilikinya pada saham perusahaan bertujuan untuk memperoleh *return* berupa dividen dan/atau *capital gain* (Zebua, 2018). Dividen merupakan bagian dari laba perusahaan yang didistribusikan kepada para pemegang saham (investor). Umumnya, mayoritas perusahaan di Bursa Efek Indonesia cenderung lebih sering membagikan dividen dalam bentuk dividen tunai. Pembagian dividen tunai menjadi salah satu hal yang ditunggu-tunggu oleh para investor (Octaviani *et al.*, 2019). Hal ini disebabkan karena para investor cenderung menganggap bahwa perusahaan yang mampu membagikan dividen tunai terlebih dengan besaran dividen yang tinggi memiliki kinerja yang baik sehingga risiko kerugiannya rendah (Sari & Pangestuti, 2021). Dengan demikian, pengumuman pembagian dividen tunai menjadi salah satu informasi yang akan dipertimbangkan oleh investor dalam mengambil keputusan investasi (Hariyanto & Murhadi, 2021).

Covid-19 yang muncul di Indonesia pertama kali pada Maret 2020 telah memberikan tekanan pada pasar modal Indonesia hingga mengalami penurunan yang cukup drastis (Pramanaswari & Setiawati, 2021). Munculnya Covid-19 juga memberikan dampak pada terpengaruhnya keuangan dan kinerja perusahaan yang menurun (Saraswati, 2020). Menurunnya kinerja perusahaan akan berdampak pada laba bersih dan kemampuan perusahaan dalam membagikan dividen. Renitia *et al.* (2020) menyatakan bahwa di masa pandemi Covid-19 beberapa perusahaan di BEI masih tetap membagikan dividen kepada para pemegang sahamnya, tetapi tidak sedikit pula perusahaan yang mengurangi dan bahkan menanggulkan pembagian dividennya. Hal ini dapat disebabkan karena banyak perusahaan dihadapkan pada arus kas perusahaan yang menurun akibat situasi ekonomi yang tidak menentu yang kemudian berdampak pada kebijakan dividen perusahaan (Tinungki *et al.*, 2022). Namun, meski di masa pandemi Covid-19 kondisi ekonomi tidak stabil, aktivitas investasi saham justru terlihat semakin membaik yang terlihat dari adanya peningkatan jumlah investor yang signifikan (Suwendiyanti & Gantino, 2022). Berdasarkan data KSEI menunjukkan bahwa jumlah investor retail mengalami peningkatan yang sangat pesat sebesar 92,99% di tahun 2021, yaitu sebanyak 3.880.753 SID (*Single Investor Identification*) di tahun 2020 menjadi 7.489.337 SID pada tahun 2021. Adanya pembagian dividen tunai ditengah tekanan pandemi Covid-19 diharapkan dapat semakin menarik minat investor untuk menginvestasikan dananya pada saham perusahaan.

Berdasarkan PMK Nomor 18/PMK.03/2021, yang ditetapkan pada 7 Februari 2021, disebutkan bahwa dividen yang diterima wajib pajak dalam negeri dibebaskan dari pengenaan pajak penghasilan dengan syarat dividen yang diterima tersebut harus diinvestasikan kembali di Indonesia selama jangka waktu tertentu minimal 3 tahun (Marantika, 2021). Ketentuan tersebut mulai berlaku atas dividen yang dibagikan dengan tanggal pencatatan (*recording date*) 1 Maret 2021 dan setelahnya (Latuputty, 2021). Adanya perubahan peraturan pajak yang dikenakan atas dividen dapat menyebabkan investor semakin tertarik untuk menanamkan modalnya pada saham perusahaan khususnya dengan tingkat dividen yang tinggi sebab dividen yang diperoleh tidak perlu dipotong pajak. Apabila investor menganggap bahwa pengumuman pembagian dividen tunai memiliki kandungan informasi, maka adanya pengumuman tersebut akan direaksi oleh pasar. Reaksi pasar tersebut dapat dilihat melalui adanya perbedaan harga saham yang diukur menggunakan *abnormal return*.

Signaling theory yang dikemukakan oleh Bhattacharya (1979) menyatakan bahwa dividen tunai yang dibagikan oleh perusahaan merupakan informasi yang dianggap sebagai sebuah sinyal oleh investor. Menurut Miller & Rock (1985), pengumuman pembagian dividen merupakan informasi yang dapat digunakan untuk memprediksi kondisi keuangan dan kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba. Adanya peningkatan atas besaran dividen yang dibagikan dipandang sebagai sinyal positif terkait prospek pendapatan perusahaan di masa depan sehingga akan mengakibatkan kenaikan pada harga saham perusahaan, sebaliknya penurunan atas besaran dividen yang dibagikan dipandang sebagai

sebuah sinyal negatif sehingga akan mengakibatkan harga saham perusahaan menurun (Ozuomba *et al.*, 2016).

Bird in the hand theory yang dikemukakan oleh Gordon (1962) dan Lintner (1956, 1963) menyatakan bahwa investor cenderung lebih memilih pembayaran dividen saat ini dibandingkan *capital gain* yang belum pasti di masa mendatang. Teori ini menyatakan bahwa peningkatan pembayaran dividen akan menyebabkan peningkatan pula pada nilai pasar perusahaan (Ngoc & Cuong, 2016). Investor lebih tertarik untuk berinvestasi pada saham perusahaan yang memberikan dividen tinggi saat ini dibandingkan saham yang membagikan dividen di masa depan dan menahan labanya untuk ekspansi. Hal ini karena, meskipun *capital gain* di masa mendatang dapat memberikan tingkat pengembalian (*return*) yang lebih tinggi dibandingkan dividen saat ini, tetapi tidak ada jaminan bahwa investor akan mendapatkan *return* yang lebih baik karena tingkat ketidakpastiannya yang tinggi (Raza *et al.*, 2018).

Berdasarkan *signaling theory* menyatakan bahwa pengumuman perubahan dividen memiliki kandungan informasi yang dapat menyebabkan harga saham bereaksi (Riyani & Andriana, 2019). Adanya peningkatan atas dividen tunai yang dibagikan seringkali akan diikuti pula dengan meningkatnya harga saham dan sebaliknya penurunan atas dividen tunai yang dibagikan cenderung akan menyebabkan harga saham menurun. Hal ini dapat mengindikasikan bahwa para investor cenderung lebih menyukai *return* dalam bentuk dividen tunai, sejalan dengan *bird in the hand theory* (Darmawan, 2019). Wicaksono & Adyaksana (2020) menyatakan bahwa di masa pandemi Covid-19 banyak perusahaan mengalami penurunan laba bahkan kerugian. Hal ini berdampak pada besaran dividen yang dapat dibagikan oleh perusahaan. Oleh sebab itu, perusahaan yang mampu membagikan dividen tunai meningkat di masa pandemi Covid-19 dapat menjadi sinyal positif bagi investor dan akan menarik minat investor untuk menanamkan modalnya pada saham perusahaan tersebut. Adanya pengecualian dividen dari objek pajak penghasilan sesuai PMK Nomor 18/PMK.03/2021 juga dapat menjadi berita baik bagi investor yang menghendaki pembayaran dividen yang tinggi karena sebelumnya dividen dikenakan pajak dengan tarif PPh Final sebesar 10%. Penelitian terdahulu oleh Waweru & Otieno (2016), Truong *et al.* (2017), Gkeka *et al.* (2018), Puspitaningtyas (2019) dan Tee & Tessema (2019) menemukan bahwa pasar bereaksi positif terhadap pengumuman dividen meningkat.

H₁: Pasar bereaksi positif atas peristiwa pengumuman dividen meningkat.

Adanya perubahan besaran dividen tunai yang lebih kecil dibandingkan tahun sebelumnya dapat menyebabkan investor memiliki pengharapan yang negatif terhadap kinerja dan prospek perusahaan sehingga harga saham akan mengalami penurunan (Vitasari, 2019). Laba perusahaan yang mengalami penurunan di masa pandemi Covid-19 akan berpengaruh pada besaran dividen yang dapat dibagikan perusahaan akan menurun pula. Besaran dividen yang tidak sesuai dengan ekspektasi atau harapan investor tersebut akan menyebabkan investor memberikan reaksi yang negatif. Investor memandang bahwa informasi mengenai penurunan besaran dividen tersebut sebagai suatu *bad news* terkait *return* investasi yang diperolehnya. Penelitian terdahulu oleh Waweru & Otieno (2016), Gkeka *et al.* (2018), Puspitaningtyas (2019) dan Tee & Tessema (2019) menemukan bahwa pasar bereaksi negatif terhadap pengumuman dividen menurun.

H₂: Pasar bereaksi negatif atas peristiwa pengumuman dividen menurun.

Investor cenderung menginginkan adanya kepastian *return* atas modal yang telah diinvestasikannya (Renitia *et al.*, 2020). Adanya pembagian dividen yang relatif stabil dapat meningkatkan kepercayaan investor terhadap saham perusahaan (Nalole *et al.*, 2018). Terlebih di masa pandemi Covid-19, perusahaan yang mampu membagikan dividen tunai dalam jumlah tetap akan dapat menarik minat investor untuk menanamkan modalnya pada saham perusahaan tersebut. Investor cenderung akan memandang bahwa saham perusahaan yang mampu membagikan dividen dalam jumlah yang tetap dibandingkan tahun sebelumnya menunjukkan bahwa perusahaan mampu menjaga kinerja

dan kondisi keuangannya di tengah tekanan pandemi Covid-19. Penelitian terdahulu oleh Ngoc & Cuong (2016), Andini *et al.* (2017), Saragih (2019) dan Hamanda *et al.* (2021) menemukan bahwa pasar bereaksi positif atas pengumuman dividen tunai. Sejalan dengan penelitian Hariyanto & Murhadi (2021) yang menemukan bahwa terdapat *abnormal return* yang positif di sekitar pengumuman dividen konstan. H₃: Pasar bereaksi positif atas peristiwa pengumuman dividen konstan.

METODE PENELITIAN

Ada tidaknya reaksi pasar atas peristiwa pengumuman dividen tunai digunakan metode pendekatan *event study* dengan periode pengamatan selama 5 hari, yaitu 2 hari sebelum pengumuman, 1 hari saat pengumuman dan 2 hari setelah pengumuman. Penelitian ini dilakukan pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2021 di mana data yang digunakan adalah data sekunder dengan metode pengumpulan data observasi non partisipan yang dilakukan dengan mengunjungi situs *website* resmi IDX, KSEI dan www.yahoofinance.com untuk memperoleh data harga saham dan daftar saham perusahaan yang melakukan pengumuman dividen tunai periode 2021. Reaksi pasar dalam penelitian ini diukur menggunakan *abnormal return*, yakni selisih antara *return* yang sesungguhnya terjadi (*return realisasian*) dengan *return* yang diharapkan oleh investor (*return ekspektasian*). *Return realisasian* (*realized return*) merupakan selisih harga sekarang relatif terhadap harga sebelumnya yang dapat dihitung dengan rumus (Hartono, 2017).

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

Keterangan:

$R_{i,t}$ = Return realisasian saham ke-i pada periode ke-t.

$P_{i,t}$ = Harga penutupan saham pada hari ke-t.

$P_{i,t-1}$ = Harga penutupan saham pada hari ke-t-1.

Return ekspektasian (*expected return*) merupakan return yang diestimasi, di mana dalam penelitian ini digunakan *mean-adjusted model* untuk menghitungnya. Model ini dipilih karena tidak semua perusahaan di BEI membagikan dividen pada tahun 2021 sehingga tidak bisa menggunakan indeks pasar (IHSG) untuk mengestimasi return ekspektasian. Oleh sebab itu, estimasi return ekspektasian perlu dihitung untuk setiap perusahaan yang menjadi sampel penelitian. Return ekspektasian dihitung dengan rumus (Hartono, 2017).

$$E[R_{i,t}] = \frac{\sum_{j=t-1}^{t-2} R_{i,j}}{T} \dots \dots \dots (2)$$

Keterangan:

$E[R_{i,t}]$ = Return ekspektasian saham ke-i pada periode ke-t.

$R_{i,t}$ = Return realisasian saham ke-i pada periode estimasi ke-j.

T = Lamanya periode estimasi.

Setelah return realisasian dan return ekspektasian diperoleh, selanjutnya *abnormal return* dapat dihitung dengan rumus (Hartono, 2017).

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - ER_{i,t} \dots \dots \dots (3)$$

Keterangan:

$AR_{i,t}$ = *Abnormal return* saham ke-i pada period ke-t

$R_{i,t}$ = Return realisasian saham ke-i pada period ke-t

$ER_{i,t}$ = Return ekspektasian saham ke-i pada period ke-t

Cumulative abnormal return (CAR) merupakan hasil penjumlahan *abnormal return* selama jendela peristiwa yang dihitung dengan menggunakan rumus (Hartono, 2017).

$$CAR = \sum_t^T AR_{i,t} \dots \dots \dots (4)$$

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di BEI periode 2021. Penentuan sampel dilakukan menggunakan teknik *purposive sampling* dengan kriteria sampel, yaitu perusahaan yang membagikan dividen secara berturut-turut selama masa pandemi Covid-19 tahun 2020-2021 (dengan tahun 2020 digunakan sebagai dasar perbandingan besaran dividen meningkat, menurun dan konstan). Perusahaan yang membagikan dividen tunai meningkat, menurun dan konstan dengan *recording date* 1 Maret 2021 dan setelahnya, perusahaan yang tidak melakukan *corporate action* lain selain pengumuman dividen selama periode jendela, perusahaan yang datanya tersedia secara lengkap untuk kebutuhan analisis berupa data tanggal pengumuman dividen (*declaration date*), besaran dividen yang dibagikan dan harga saham. Total sampel yang diperoleh adalah sebanyak 108 sampel untuk peristiwa dividen meningkat, 81 sampel untuk peristiwa dividen menurun dan 13 sampel untuk peristiwa dividen konstan. Uji *one sample t-test* digunakan untuk menguji hipotesis dalam penelitian ini dengan kriteria uji, yaitu bila nilai *Sig. (2-tailed)* $\leq 0,05$ hipotesis diterima, sebaliknya bila nilai *Sig. (2-tailed)* $> 0,05$ hipotesis ditolak.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Pada proses pengolahan data diidentifikasi terdapat data dividen meningkat dan menurun yang bersifat outlier. Data outlier merupakan data dengan karakteristik unik yang sangat berbeda jauh dari data lainnya dan bernilai ekstrem (Ghozali, 2018:40). Setelah dilakukan eliminasi, data outlier, jumlah sampel dividen meningkat menjadi 98 sampel dan dividen menurun menjadi 76 sampel.

Tabel 1.
Hasil Uji Normalitas AR dan CAR Dividen Meningkat

	N	Nilai Signifikansi	Keterangan
AR t-2	98	0,205	Normal
AR t-1	98	0,093	Normal
AR t0	98	0,149	Normal
AR t+1	98	0,060	Normal
AR t+2	98	0,492	Normal
CAR	98	0,499	Normal

Sumber: Data Penelitian, 2023

Berdasarkan hasil uji normalitas AR dan CAR dividen meningkat pada Tabel 1 menunjukkan bahwa nilai signifikansi lebih besar dari 0,05, dengan demikian data dinyatakan berdistribusi normal.

Tabel 2.
Hasil Uji Normalitas AR dan CAR Dividen Menurun

	N	Nilai Signifikansi	Keterangan
AR t-2	76	0,068	Normal
AR t-1	76	0,173	Normal
AR t0	76	0,203	Normal
AR t+1	76	0,577	Normal
AR t+2	76	0,278	Normal
CAR	76	0,807	Normal

Sumber: Data Penelitian, 2023

Berdasarkan hasil uji normalitas AR dan CAR dividen menurun pada Tabel 2 menunjukkan bahwa nilai signifikansi lebih besar dari 0,05, dengan demikian data dinyatakan berdistribusi normal.

Tabel 3.
Hasil Uji Normalitas AR dan CAR Dividen Konstan

	N	Nilai Signifikansi	Keterangan
AR t-2	13	0,980	Normal
AR t-1	13	0,674	Normal
AR t0	13	0,674	Normal
AR t+1	13	0,674	Normal
AR t+2	13	0,674	Normal
CAR	13	0,499	Normal

Sumber: Data Penelitian, 2023

Berdasarkan hasil uji normalitas AR dan CAR dividen konstan pada Tabel 3 menunjukkan bahwa nilai signifikansi lebih besar dari 0,05, dengan demikian data dinyatakan berdistribusi normal.

Tabel 4.
Hasil Uji Statistik Deskriptif AR dan CAR Dividen Meningkatkan

	N	Minimum	Maksimum	Rata-Rata	Deviasi Standar
AR t-2	98	-0,0782	0,0812	0,0002	0,0229
AR t-1	98	-0,0673	0,1194	0,0013	0,0277
AR t0	98	-0,0641	0,0723	-0,0021	0,0239
AR t+1	98	-0,0578	0,1744	0,0114	0,0324
AR t+2	98	-0,0576	0,0745	0,0013	0,0221
CAR	98	-0,1005	0,2242	0,0120	0,0594

Sumber: Data Penelitian, 2023

Hasil uji statistik deskriptif dividen meningkat pada Tabel 4 menunjukkan bahwa *abnormal return* 2 hari sebelum pengumuman dividen meningkat memiliki nilai minimum -0,0782 (Dana Brata Luhur Tbk.) dan nilai maksimum 0,0812 (Indo Tambangraya Megah Tbk.) dengan rata-rata yaitu 0,0002 dan nilai deviasi standar 0,0229. *Abnormal return* 1 hari sebelum pengumuman dividen meningkat memiliki nilai minimum -0,0673 (Satyamitra Kemas Lestari Tbk.) dan nilai maksimum 0,1194 (Gihon Telekomunikasi Indonesia Tbk.) dengan rata-rata yaitu 0,0013 dan nilai deviasi standar 0,0277. *Abnormal return* saat hari pengumuman dividen meningkat memiliki nilai minimum -0,0641 (Satyamitra Kemas Lestari Tbk.) dan nilai maksimum 0,0723 (Asuransi Dayin Mitra Tbk.) dengan rata-rata yaitu -0,0021 dan nilai deviasi standar 0,0239. *Abnormal return* 1 hari setelah pengumuman dividen meningkat memiliki nilai minimum -0,0578 (Catur Sentosa Adiprana Tbk.) dan nilai maksimum 0,1744 (Indo Kordsa Tbk.) dengan rata-rata yaitu 0,0114 dan nilai deviasi standar 0,0324. *Abnormal return* 2 hari setelah pengumuman dividen meningkat memiliki nilai minimum -0,0576 (Roda Vivatex Tbk.) dan nilai maksimum 0,0745 (BFI Finance Indonesia Tbk.) dengan rata-rata yaitu 0,0013 dan nilai deviasi standar 0,0221. CAR dividen meningkat selama 5 hari pengamatan memiliki nilai minimum -0,1005 (Saratoga Investama Sedaya Tbk.) dan nilai maksimum 0,2242 (BFI Finance Indonesia Tbk.) dengan rata-rata yaitu 0,0120 dan nilai deviasi standar 0,0594.

Tabel 5.
Hasil Uji Statistik Deskriptif AR dan CAR Dividen Menurun

	N	Minimum	Maksimum	Rata-Rata	Deviasi Standar
AR t-2	76	-0,0536	0,0591	0,0021	0,0206
AR t-1	76	-0,0799	0,0633	0,0044	0,0250
AR t0	76	-0,0670	0,0909	0,0022	0,0246
AR t+1	76	-0,0351	0,0625	0,0051	0,0194
AR t+2	76	-0,0542	0,0497	0,0003	0,0187
CAR	76	-0,1010	0,2148	0,0141	0,0496

Sumber: Data Penelitian, 2023

Hasil uji statistik deskriptif dividen menurun pada Tabel 5 menunjukkan bahwa *abnormal return* 2 hari sebelum pengumuman dividen menurun memiliki nilai minimum -0,0536 (Trans Power Marine Tbk.) dan nilai maksimum 0,0591 (Mandala Multifinance Tbk.) dengan rata-rata yaitu 0,0021 dan nilai deviasi standar 0,0206. *Abnormal return* 1 hari sebelum pengumuman dividen menurun memiliki nilai minimum -0,0799 (Multipolar Technology Tbk.) dan nilai maksimum 0,0633 (Trisula Internasional Tbk.) dengan rata-rata yaitu 0,0044 dan nilai deviasi standar 0,0250. *Abnormal return* saat hari pengumuman dividen menurun memiliki nilai minimum -0,0670 (Multifiling Mitra Indonesia Tbk.) dan nilai maksimum 0,0909 (Superkrane Mitra Utama Tbk.) dengan rata-rata yaitu 0,0022 dan nilai deviasi standar 0,0246. *Abnormal return* 1 hari setelah pengumuman dividen menurun memiliki nilai minimum -0,0351 (Dharma Satya Nusantara Tbk.) dan nilai maksimum 0,0625 (United Tractor Tbk.) dengan rata-rata yaitu 0,0051 dan nilai deviasi standar 0,0194. *Abnormal return* 2 hari setelah pengumuman dividen menurun memiliki nilai minimum -0,0542 (Jaya Real Property Tbk.) dan nilai maksimum 0,0497 (Midi Utama Indonesia Tbk.) dengan rata-rata yaitu 0,0003 dan nilai deviasi standar 0,0187. CAR dividen menurun selama 5 hari pengamatan memiliki nilai minimum -0,1010 (Trans Power Marine Tbk.) dan nilai maksimum 0,2148 (United Tractor Tbk.) dengan rata-rata yaitu 0,0141 dan nilai deviasi standar 0,0496.

Tabel 6.
Hasil Uji Statistik Deskriptif AR dan CAR Dividen Konstan

	N	Minimum	Maksimum	Rata-Rata	Deviasi Standar
AR t-2	13	-0,0231	0,0380	0,0071	0,0155
AR t-1	13	-0,0029	0,0052	0,0003	0,0026
AR t0	13	-0,0029	0,0052	0,0003	0,0026
AR t+1	13	-0,0029	0,0052	0,0003	0,0026
AR t+2	13	-0,0029	0,0052	0,0003	0,0026
CAR	13	-0,3663	0,6593	0,0625	0,3152

Sumber: Data Penelitian, 2023

Hasil uji statistik deskriptif dividen konstan pada Tabel 6 menunjukkan bahwa *abnormal return* 2 hari sebelum pengumuman dividen konstan memiliki nilai minimum -0,0231 (Tunas Baru Lampung Tbk.) dan nilai maksimum 0,0380 (Champion Pacific Indonesia Tbk.) dengan rata-rata yaitu 0,0071 dan nilai deviasi standar 0,0155. *Abnormal return* 1 hari sebelum pengumuman, saat hari pengumuman, 1 hari setelah pengumuman, dan 2 hari setelah pengumuman dividen konstan memiliki nilai minimum -0,0029 (Hartadinata Abadi Tbk.) dan nilai maksimum 0,0052 (Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk.) dengan rata-rata yaitu 0,0003 dan nilai deviasi standar 0,0026. CAR dividen konstan selama 5 hari pengamatan memiliki nilai minimum -0,3663 (Hartadinata Abadi Tbk.) dan nilai maksimum 0,6593 (Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk.) dengan rata-rata yaitu 0,0625 dan nilai deviasi standar 0,3152.

Tabel 7.
Hasil One Sample t-Test AR Dividen Meningkatkan

	N	Nilai Signifikansi	t	Mean	Keterangan
AR t-2	98	0,924	0,095	0,0002	Tidak Signifikan
AR t-1	98	0,647	0,459	0,0013	Tidak Signifikan
AR t0	98	0,388	-0,868	-0,0021	Tidak Signifikan
AR t+1	98	0,001	3,480	0,0114	Signifikan
AR t+2	98	0,571	0,569	0,0013	Tidak Signifikan

Sumber: Data Penelitian, 2023

Hasil *one sample t-test abnormal return* dividen meningkat pada Tabel 7 menunjukkan bahwa pada periode pengamatan t-2, t-1 dan t+2 terdapat *abnormal return* positif yang tidak signifikan yang ditunjukkan dengan nilai *Sig (2-tailed)* > 0,05. Pada saat hari pengumuman (t0) terdapat *abnormal return* negatif yang tidak signifikan dengan nilai *Sig (2-tailed)* > 0,05. *Abnormal return* yang tidak signifikan menunjukkan bahwa pasar tidak bereaksi pada periode pengamatan tersebut. Pada periode pengamatan t+1 terdapat *abnormal return* positif signifikan yang ditunjukkan dengan nilai *Sig (2-tailed)*, yaitu 0,001 < 0,05. *Abnormal return* yang positif signifikan pada periode pengamatan t+1 menunjukkan bahwa pasar bereaksi positif dan return yang diperoleh investor (*actual return*) lebih besar dari return yang diharapkan (*expected return*).

Tabel 8.
Hasil One Sample t-Test CAR Dividen Meningkatkan

Test Value = 0						
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
CAR	2,004	97	0,048	0,01203	0,00012	0,02395

Sumber: Data Penelitian, 2023

Hasil *one sample t-test CAR* dividen meningkat pada Tabel 8 memiliki nilai *Sig (2-tailed)*, yaitu 0,048 < 0,05 dengan nilai t sebesar 2,004 menunjukkan bahwa H_1 diterima yang berarti bahwa pasar bereaksi positif. Dengan demikian, dapat disimpulkan dengan CAR bahwa selama periode pengamatan 5 hari pasar bereaksi positif atas peristiwa pengumuman dividen meningkat.

Tabel 9.
Hasil One Sample t-Test AR Dividen Menurun

	N	Nilai Signifikansi	t	Mean	Keterangan
AR t-2	76	0,374	0,894	0,0021	Tidak Signifikan
AR t-1	76	0,130	1,533	0,0044	Tidak Signifikan
AR t0	76	0,436	0,783	0,0022	Tidak Signifikan
AR t+1	76	0,024	2,303	0,0051	Signifikan
AR t+2	76	0,890	0,139	0,0003	Tidak Signifikan

Sumber: Data Penelitian, 2023

Hasil *one sample t-test abnormal return* dividen menurun pada Tabel 9 menunjukkan bahwa pada periode pengamatan t-2, t-1, t0 dan t+2 terdapat *abnormal return* positif yang tidak signifikan yang ditunjukkan dengan nilai *Sig (2-tailed)* > 0,05. *Abnormal return* yang tidak signifikan menunjukkan bahwa pasar tidak bereaksi pada periode pengamatan tersebut. Pada periode pengamatan t+1 terdapat *abnormal return* positif signifikan yang ditunjukkan dengan nilai *Sig (2-tailed)*, yaitu 0,024 < 0,05. *Abnormal return* yang positif signifikan pada periode pengamatan t+1 menunjukkan bahwa pasar

bereaksi positif dan return yang diperoleh investor (*actual return*) lebih besar dari return yang diharapkan (*expected return*).

Tabel 10.
Hasil One Sample t-Test CAR Dividen Menurun

	<i>Test Value = 0</i>					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
CAR	2,486	75	0,015	0,01415	0,00281	0,02549

Sumber: Data Penelitian, 2023

Hasil *one sample t-test* CAR dividen menurun pada Tabel 10 memiliki nilai *Sig (2-tailed)*, yaitu $0,015 < 0,05$ dengan nilai *t* yang positif sebesar 2,486 menunjukkan bahwa pasar bereaksi positif. Oleh karena itu, H_2 yang menyatakan bahwa pasar bereaksi negatif atas peristiwa pengumuman dividen menurun ditolak. Dengan demikian, dapat disimpulkan dengan CAR bahwa selama periode pengamatan 5 hari pasar bereaksi positif atas peristiwa pengumuman dividen menurun.

Tabel 11.
Hasil One Sample t-Test AR Dividen Konstan

	N	Nilai Signifikansi	t	Mean	Keterangan
AR t-2	13	0,127	1,640	0,0071	Tidak Signifikan
AR t-1	13	0,652	0,463	0,0003	Tidak Signifikan
AR t0	13	0,652	0,463	0,0003	Tidak Signifikan
AR t+1	13	0,652	0,463	0,0003	Tidak Signifikan
AR t+2	13	0,652	0,463	0,0003	Tidak Signifikan

Sumber: Data Penelitian, 2023

Hasil *one sample t-test abnormal return* dividen konstan pada Tabel 11 menunjukkan bahwa selama periode 5 hari pengamatan, yakni 2 hari sebelum pengumuman (t-2), 1 hari sebelum pengumuman (t-1), saat pengumuman (t0), 1 hari setelah pengumuman (t+1) dan 2 hari setelah pengumuman (t+2) terdapat *abnormal return positif* yang tidak signifikan yang ditunjukkan dengan nilai *Sig (2-tailed) > 0,05*. *Abnormal return* yang tidak signifikan menunjukkan bahwa pasar tidak bereaksi atas peristiwa pengumuman dividen konstan.

Tabel 12.
Hasil One Sample t-Test CAR Dividen Konstan

	<i>Test Value = 0</i>					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
CAR	0,715	12	0,489	0,06247	-0,12803	0,25297

Sumber: Data Penelitian, 2023

Hasil *one sample t-test* CAR dividen konstan pada Tabel 12 memiliki nilai *Sig (2-tailed)*, yaitu $0,489 > 0,05$ dengan nilai *t* sebesar 0,715 menunjukkan bahwa H_3 ditolak yang berarti bahwa pasar tidak bereaksi. Dengan demikian, dapat disimpulkan dengan CAR bahwa selama periode pengamatan 5 hari pasar tidak bereaksi atas peristiwa pengumuman dividen konstan.

Hasil pengujian H_1 menunjukkan bahwa pasar bereaksi positif atas peristiwa pengumuman dividen meningkat di mana selama 5 hari periode pengamatan pasar bereaksi pada 1 hari setelah pengumuman dividen meningkat yang ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* positif signifikan. Hasil penelitian ini mendukung *signaling theory* dan *bird in the hand theory* bahwa peningkatan

Reaksi Pasar atas Pengumuman Dividen Tunai di Masa Pandemi Covid-19,
Made Shinta Widayanti dan I Nyoman Wijana Asmara Putra

pembayaran dividen akan menyebabkan peningkatan pula pada nilai pasar perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa investor dalam mengambil keputusan investasi mempertimbangkan informasi yang berkaitan dengan dividen, khususnya besaran dividen yang dibagikan di mana investor menganggap bahwa informasi kenaikan dividen tersebut sebagai suatu *good news*. Adanya reaksi positif atas pengumuman dividen meningkat juga dapat mencerminkan bahwa investor cenderung lebih menyukai perusahaan membagikan laba yang diperoleh sebagai dividen tunai dibandingkan menahannya untuk *re-investment*. Pembagian dividen tunai akan menyebabkan investor merasa lebih aman akan return investasi yang diperolehnya (Andini *et al.*, 2017). Terlebih lagi di masa pandemi Covid-19, investor cenderung akan lebih tertarik untuk menanamkan modalnya pada saham perusahaan dengan tingkat dividen yang tinggi. Selain itu, adanya pengecualian dividen sebagai objek pajak penghasilan yang mulai berlaku atas dividen yang dibagikan per 1 Maret 2021 juga menjadi sebuah sentimen positif bagi investor yang dapat menyebabkan investor semakin tertarik untuk memperoleh return dalam bentuk dividen. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Waweru & Otieno (2016), Truong *et al.* (2017), Gkeka *et al.* (2018), Puspitaningtyas (2019) dan Tee & Tessema (2019) yang menemukan bahwa pasar bereaksi positif atas pengumuman kenaikan dividen.

Hasil pengujian H₂ menunjukkan bahwa pasar bereaksi positif atas peristiwa pengumuman dividen menurun di mana selama 5 hari periode pengamatan pasar bereaksi pada 1 hari setelah pengumuman dividen menurun yang ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* positif signifikan. Investor akan memberikan reaksi positif atas peristiwa yang dianggap sebagai *good news* dan bereaksi negatif atas peristiwa yang dianggap sebagai *bad news*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa investor memandang informasi penurunan dividen tersebut sebagai *good news*. Hasil penelitian ini mendukung *bird in the hand theory* bahwa investor cenderung lebih menyukai return dalam bentuk dividen karena bersifat lebih pasti. Chaudhary *et al.* (2016) menyatakan bahwa investor menanggung risiko saat melakukan investasi saham maka dari itu para investor cenderung selalu menantikan pengumuman yang dapat memberikan keuntungan (*return*) atas investasinya, salah satunya yaitu pengumuman pembagian dividen tunai. Ketidakpastian return yang dapat diperoleh investor di masa pandemi Covid-19 dapat menyebabkan investor lebih menghargai saham perusahaan yang mampu membagikan dividen tunai meski dengan besaran yang lebih rendah dibandingkan tahun sebelumnya. Hasil penelitian ini mendukung penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Zuguang & Ahmed (2010), Tran & Mai (2015), Truong *et al.* (2017), Sofiyullah *et al.* (2019) dan Hadianto *et al.* (2022) yang menemukan bahwa pasar bereaksi positif atas peristiwa dividen menurun.

Hasil pengujian H₃ menunjukkan bahwa pasar tidak bereaksi atas peristiwa pengumuman dividen konstan di mana selama 5 hari periode pengamatan tidak terdapat *abnormal return* yang signifikan. Tidak adanya reaksi pasar atas peristiwa pengumuman dividen konstan menunjukkan bahwa peristiwa tersebut tidak mengandung informasi yang secara signifikan dapat memengaruhi keputusan investasi investor. Hal ini dapat disebabkan karena adanya kemungkinan bahwa investor sebelumnya sudah dapat memprediksi atau mengetahui hal tersebut sehingga ketika informasi tersebut secara resmi diumumkan, investor tidak bereaksi. Pengumuman pembagian dividen merupakan salah satu peristiwa yang rutin dibagikan setiap tahunnya (Pramana & Abundanti, 2017). Dilihat dari saham-saham perusahaan yang menjadi sampel dividen konstan dalam penelitian ini menunjukkan bahwa saham-saham perusahaan tersebut tergolong rutin membagikan dividen tunai setiap tahunnya selama 4 tahun terakhir secara berturut-turut. Hal ini menyebabkan pengumuman dividen tunai bukan sebagai sebuah peristiwa baru yang menjadi kejutan bagi investor karena investor sebelumnya sudah dapat memprediksi hal tersebut (Mentari & Abundanti, 2016). Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Bandi *et al.* (2014), Felimban *et al.* (2018) dan Tee & Tessema (2019) yang menemukan bahwa pasar tidak bereaksi atas pengumuman dividen konstan.

SIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil temuan yang diperoleh dapat disimpulkan pasar bereaksi positif atas peristiwa pengumuman dividen meningkat, pasar tidak bereaksi negatif atas peristiwa pengumuman dividen menurun sebaliknya hasil penelitian ini menemukan bahwa pasar bereaksi positif atas peristiwa pengumuman dividen menurun dan pasar tidak bereaksi atas peristiwa pengumuman dividen konstan. Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa pengumuman kenaikan dan penurunan dividen tunai mengandung informasi positif yang dapat memengaruhi pengambilan keputusan investasi para investor, sedangkan pengumuman dividen konstan tidak memiliki kandungan informasi yang secara signifikan dapat memengaruhi pengambilan keputusan investasi para investor yang dapat disebabkan karena adanya kemungkinan bahwa investor sudah menerima atau dapat memprediksi informasi tersebut terlebih dahulu.

Penelitian ini terbatas hanya mengamati reaksi pasar atas peristiwa pengumuman dividen tunai saja sehingga peneliti selanjutnya dapat mengamati reaksi pasar atas peristiwa pengumuman dividen saham dan menambah proksi lain dalam mengukur reaksi pasar seperti *trading volume activity* dan *bid-ask spread* karena penelitian ini hanya menggunakan proksi *abnormal return*. Bagi investor, dalam mengambil keputusan berinvestasi hendaknya memerhatikan informasi terkait kebijakan dividen perusahaan dan dapat memanfaatkan adanya kebijakan baru terkait pengecualian dividen sebagai objek pajak untuk mengoptimalkan perolehan return atas investasinya dengan menanamkan modal pada saham perusahaan dengan tingkat dividen yang tinggi, karena sebelumnya dividen dikenakan pajak final dengan tarif 10%. Bagi perusahaan, hendaknya agar tidak menahan seluruh laba yang diperoleh untuk *re-investment* melainkan dapat membagikan sebagian dari laba tersebut sebagai dividen tunai kepada para pemegang saham (investor).

REFERENSI

- Andini, N. W. L., Suputra, I. D. G. D., & Wirakusuma, M. G. (2017). Reaksi Harga Saham Saat Pengumuman Dividen Tunai Dimoderasi oleh Free Cash Flow. *E-Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Universitas Udayana*, 6(11), 4015–4042. <https://doi.org/10.24843/EEB.2017.v06.i11.p10>
- Bandi, B., Setiawan, D., Suranta, S., & Kee, P. L. (2014). An Analysis of The Significance of Information Content in Dividend Announcements: The Case in Indonesia. *Corporate Ownership and Control*, 11(4), 469–474. <https://doi.org/10.22495/cocv11i4c5p5>
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and “The Bird in The Hand” Fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 259–270.
- Chaudhary, G. M., Hashmi, S. H., & Younis, A. (2016). Does Dividend Announcement Generate Market Signal? Evidence from Pakistan. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6(1), 65–72.
- Darmawan, D. (2019). Efek Pengumuman Perubahan Dividen Terhadap Reaksi Pasar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen Dan Bisnis Madani*, 1(1), 39–58.
- Felimban, R., Floros, C., & Nguyen, A.-N. (2018). The Impact of Dividend Announcements on Share Price and Trading Volume: Empirical Evidence from The Gulf Cooperation Council (GCC) Countries. *Journal of Economic Studies*, 45(2), 0–31. <https://doi.org/10.1108/JES-03-2017-0069>
- Ghozali, I. (2018). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 25* (9th ed.). Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gkeka, E., Kosmidis, K., & Simitsis, G. (2018). The Value Relevance of Dividend Announcement: An Empirical Study of the Greek Stock Market. *International Journal of Business and Economic Sciences Applied Research*, 11(2), 44–50.
- Gordon, M. J. (1962). The Savings Investment and Valuation of A Corporation. *The Review of Economics and Statistics*, 44(1), 37–51.
- Hadianto, B., Herlina, H., Njotoprajitno, R. S., & Suwarno, N. A. N. (2022). Market Reaction Around Ex-Dividend Date. *Jurnal Ilmiah Universitas Batanghari Jambi*, 22(1), 115–119. <https://doi.org/10.33087/jiubj.v22i1.1597>
- Hamanda, F. A., Mursidi, M., & Warsono, W. (2021). Share Market Response to the Announcement of Dividend

- Payment Plan in the Food and Beverage Sector Registered in Indonesia Stock Exchange. *Jurnal Manajemen Bisnis Dan Kewirausahaan (JAMANIKA)*, 1(02), 116–124. <https://doi.org/10.22219/jamanika.v1i2.16988>
- Hariyanto, I. T., & Murhadi, W. R. (2021). The Phenomenon of Dividend Announcement on Stock Abnormal Return (Case in ASEAN Countries). *Jurnal Manajemen Bisnis*, 12(1), 1–18. <https://doi.org/10.18196/mabis.v12i1.9001>
- Hartono, J. (2017). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi* (11th ed.). BPFE.
- Latuputty, R. B. (2021). Mau Dividen Bebas Pajak? Segera Lakukan Ini. *Direktorat Jenderal Pajak* <https://www.pajak.go.id/id/artikel/mau-dividen-bebas-pajak-segera-lakukan-ini>
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97–113.
- Lintner, J. (1963). The Cost of Capital and Optimal Financing of Corporate Growth. *The Journal of Finance*, 18(2), 292–310. <https://doi.org/10.2307/2977910>
- Marantika, A. (2021). Dividen Bebas Pajak, Bentuk Reformasi Perpajakan dan Kontribusi Bersama Membangun Negeri. *Kementerian Keuangan Republik Indonesia*. <https://www.kemenkeu.go.id/publikasi/artikel-dan-opini/dividen-bebas-pajak-bentuk-reformasi-perpajakan-dan-kontribusi-bersama-membangun-negeri/>
- Mentari, N. M. I., & Abundanti, N. (2016). Reaksi Pasar Terhadap Peristiwa Pengumuman Cash Dividend Pada Industri Manufaktur yang Terdaftar di BEI. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 5(2), 1043–1073.
- Miller, M. H., & Rock, K. (1985). Dividend Policy Under Asymmetric Information. *The Journal of Finance*, 40(4), 1031–1051. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb02362.x>
- Nalole, U. P. R., Nurdin, D., & Kasim, M. Y. (2018). Analisis Pengumuman Pembagian Dividen Terhadap Harga Saham dan Abnormal Return Pada Industri Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Katalogis*, 6(8), 29–37.
- Ngoc, D. B., & Cuong, N. C. (2016). Dividend Announcement and Ex-Dividend Effects on Stock Return. *International Journal of Economics and Finance*, 8(7), 207–215. <http://dx.doi.org/10.5539/ijef.v8n7p207>
- Octaviani, S., Widyanto, M. L., & Helsinawati. (2019). Analysis of Comparison of Stock Return before and After Ex-Dividend Date in Industrial Property, Real Estate and Building Construction in Indonesia Stock Exchange Period 2013. *East African Scholars Journal Economics, Business and Management*, 2(8), 447–451.
- Ozuomba, C. N., Anichebe, A. S., & Okoye, P. V. C. (2016). The Effect of Dividend Policies on Wealth Maximization—A Study of Some Selected Plcs. *Cogent Business & Management*, 3(1). <https://doi.org/10.1080/23311975.2016.1226457>
- Pramana, K. S., & Abundanti, N. (2017). Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Dividen di Bursa Efek Indonesia. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 6(11), 6324–6356.
- Pramanaswari, A. A. S. I., & Setiawati, L. P. E. (2021). Perbandingan Abnormal Return Sebelum dan Setelah Pengumuman Pemberlakuan Perubahan Waktu Perdagangan Selama Pandemi Covid-19. *Widyagama National Conference on Economics and Business (WNCEB)*, 2(1), 284–293.
- Puspitingtyas, Z. (2019). Empirical Evidence of Market Reactions Based on Signaling Theory in Indonesia Stock Exchange. *Investment Management and Financial Innovations*, 16(2), 66–77. [http://dx.doi.org/10.21511/imfi.16\(2\).2019.06](http://dx.doi.org/10.21511/imfi.16(2).2019.06)
- Raza, H., Ramakrishnan, S., Gillani, S., & Ahmad, H. (2018). The Effect of Dividend Policy on Share Price: A Conceptual Review. *International Journal of Engineering & Technology*, 7(4.28), 34–39. <https://doi.org/10.14419/ijet.v7i4.28.22386>
- Renitia, Shella, H. M., Suhariyanti, T., & Fitriyani, D. (2020). Kebijakan Dividen Selama Pandemi Covid-19. *Jurnal Kompetitif Bisnis Edisi Covid-19*, 1(1), 79–87. https://doi.org/10.0120/kompetitif_bisnis.v1i1.61
- Riyani, R., & Andriana, S. (2019). Pengaruh Pengumuman Kebijakan Dividen Terhadap Volatilitas Harga Saham. *Jurnal Riset Terapan Akuntansi*, 3(1), 59–67. <https://doi.org/10.5281/zenodo.3837944>
- Saragih, A. E. (2019). Event Study: Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Dividen pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Riset Akuntansi & Keuangan*, 5(1), 1–24. <https://doi.org/10.54367/jrak.v5i1.536>
- Saraswati, H. (2020). Dampak Pandemi Covid-19 Terhadap Pasar Saham di Indonesia. *JAD: Jurnal Riset Akuntansi & Keuangan Dewantara*, 3(2), 153–163.
- Sari, R. Y., & Pangestuti, I. R. D. (2021). Kebijakan Dividen Dan Volatilitas Harga Saham (Studi Kasus pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia). *Diponegoro Journal of Management*, 10(2), 1–11.
- Sofiyullah, Mardani, R. M., & Wahono, B. (2019). Pengaruh Pengumuman Dividen Terhadap Perubahan Harga Saham (Return) Sebelum dan Sesudah Ex-Dividend Date Di Bursa Efek Indonesia (BEI). *E-JRM: Elektronik Jurnal Riset Manajemen*, 8(2), 61–77.
- Suwendiyanti, R., & Gantino, R. (2022). Analysis on Ex-Dividend Phenomenon Before and During COVID-19 Pandemic in Indonesia (Study on Index IDX High Dividend 20). *East African Scholars Journal Economics, Business and Management*, 5(1), 1–10. <https://doi.org/10.36349/easjebm.2022.v05i01.001>

- Tee, K., & Tessema, A. M. (2019). Stock Market Reactions to Dividend and Earnings Announcements in A Tax-Free Environment. *International Finance*, 22(2), 241–259. <https://doi.org/10.1111/inf.12331>
- Tinungki, G. M., Robiyanto, R., & Hartono, P. G. (2022). The Effect of COVID-19 Pandemic on Corporate Dividend Policy in Indonesia: The Static and Dynamic Panel Data Approaches. *Economies*, 10(1), 1–18. <https://doi.org/10.3390/economies10010011>
- Tran, Q. T., & Mai, Y. D. (2015). Stock Market Reaction to Dividend Announcements from A Special Institutional Environment of Vietnamese Stock Market. *International Journal of Economics and Finance*, 7(9), 50–58.
- Truong, N. X., Huong, D. M., & Anh, N. T. Van. (2017). Stock Price Reaction to Cash Dividend Announcements in Vietnam. *Journal of Economic Development*, 24(2), 74–89.
- Vitasari, R. N. (2019). Analisis Abnormal Return dan Trading Volume Activity Sebelum dan Sesudah Pengumuman Dividen (Studi Empiris pada Perusahaan yang Terdaftar Dalam Indeks LQ45 di BEI). *Undergraduate Thesis*. University of Muhammadiyah Malang.
- Waweru, F. M., & Otieno, P. A. (2016). Cash Dividend Change Announcement Effect on Share Price Returns: Evidence From Nairobi Securities Exchange. *The International Journal of Business and Finance Research*, 10(3), 39–47.
- Wicaksono, C. A., & Adyaksana, R. I. (2020). Analisis Reaksi Investor Sebagai Dampak Covid-19 Pada Sektor Perbankan di Indonesia. *JIAFE (Jurnal Ilmiah Akuntansi Fakultas Ekonomi)*, 6(2), 129–138. <https://doi.org/10.34204/jiafe.v6i2.2227>
- Zebua, S. (2018). Pengaruh Pengumuman Dividen Terhadap Return Saham di Bursa Efek Indonesia. *Warta Dharmawangsa*, 57. <https://doi.org/10.46576/wdw.v0i57.151>
- Zuguang, H., & Ahmed, M. U. (2010). Dividend Announcement Effect on Stock Return: An Event Study on Shanghai Stock Exchange. *2010 Second WRI Global Congress on Intelligent Systems*, 2, 320–324.