



REAKSI PASAR TERHADAP PENURUNAN TARIF PAJAK PENGHASILAN BADAN

***Amalia Siti Khodijah¹, Ardhiansyah², Al Jaber Muqorrobin Hujjah³,
Anggraeni Anisa Wara Rahmayanti⁴**

*) Corresponding Author: amaliaskj@uncip.ac.id

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Cipasung Tasikmalaya^{1,2}

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Gadjah Mada^{3,4}

ABSTRACT. *This research aims to investigate market reactions to the announcement of the corporate income tax rate reduction regulated by the government of Indonesia. An event study employed to observe of the market reaction to the Press Release provided by the Indonesian Directorate General of Taxes regarding the Implementation of the Corporate Income Tax Rate Reduction in Income Taxes Article 29 Calculation and Income Taxes Article 25 Installment. A Dimson's model and a z-test are employed to investigate whether market reactions exist around the new tax rate announcement. The sample used in the research is all non-financial companies listed in the Indonesia Stock Exchange (IDX). This research finds that the market reaction found significantly to the corporate income tax reduction announcement by calculating in a short window observation. This research contributes to the literature, investors and regulator for investment decision and evaluating the policy.*

Keyword: *Capital Market, Market Reaction, Income Tax, Tax Regulation, Event Study*

ABSTRAK. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui reaksi pasar terhadap pengumuman penurunan tarif pajak penghasilan badan yang diatur oleh pemerintah Indonesia. Sebuah studi peristiwa yang digunakan untuk mengamati reaksi pasar terhadap Siaran Pers Direktorat Jenderal Pajak RI mengenai Penerapan Penurunan Tarif Pajak Penghasilan Badan dalam Penghitungan Pajak Penghasilan Pasal 29 dan Angsuran Pajak Penghasilan Pasal 25. Model Dimson dan uji z digunakan untuk menyelidiki apakah ada reaksi pasar terhadap pengumuman tarif pajak baru. Sampel yang digunakan dalam penelitian adalah seluruh perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Penelitian ini menemukan bahwa reaksi pasar ditemukan signifikan terhadap pengumuman pengurangan pajak penghasilan badan dengan melakukan perhitungan dalam short window observasi. Penelitian ini memberikan kontribusi terhadap literatur, investor dan regulator untuk pengambilan keputusan investasi dan evaluasi kebijakan.

Kata Kunci: *Pasar Modal, Reaksi Pasar, Pajak Penghasilan, Regulasi Pajak, Studi Peristiwa*

PENDAHULUAN

Penelitian ini menginvestigasi reaksi pasar terhadap pengumuman penurunan tarif pajak penghasilan badan yang diatur oleh pemerintah Indonesia. Pemerintah Indonesia mempercepat reformasi perpajakan dengan memotong tarif pajak penghasilan badan dari 25% menjadi 22% pada tahun 2020 dan 2021, dan menjadi 20% mulai tahun 2022 guna menstabilkan perekonomian bangsa akibat pandemi COVID-19 sebagaimana tertuang dalam Siaran Pers Nomor: SP-13/2020 yang diterbitkan pada tanggal 3 April 2020 oleh Direktorat Jenderal Pajak Indonesia. Pemerintah juga memotong tarif pajak penghasilan badan sebesar 3% menjadi 19% pada tahun 2020 dan 2021,



serta menjadi 17% pada tahun 2022 untuk perusahaan tercatat yang memiliki minimal 40% saham diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia (BEI). Siaran Pers ini berargumen bahwa kebijakan tarif pajak baru penting bagi investor karena kebijakan ini dikeluarkan di tengah periode profitabilitas rendah yang tidak terduga, yang dikenal sebagai pandemi COVID-19, untuk memulihkan pasar Indonesia. Penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa kebijakan pajak pemerintah dapat mempengaruhi reaksi pasar (Wibowo dan Sukmaningrum, 2019; Hayo dan Mierzwa 2018; Edwards et al. 2004; Haron dan Ayojimi, 2019; Amromin, Harrison, dan Sharpe, 2008; Hill et al. 2013). Namun demikian, hasil yang diperoleh, baik tanggapan positif maupun negatif, bergantung pada bagaimana investor memandang manfaat dari kebijakan yang dikeluarkan. Wibowo dan Sukmaningrum (2019), Hayo dan Mierzwa (2018), Edwards dkk. (2004) menemukan bahwa pasar bereaksi positif terhadap kebijakan pajak pemerintah, sedangkan Haron dan Ayojimi (2019); Amromin, Harrison, dan Sharpe (2008), Hill dkk. (2013) menunjukkan bahwa kebijakan perpajakan menimbulkan reaksi negatif.

Sebuah teori dalam ekonomi keuangan yang mendasari korelasi antara peristiwa dan respon saham adalah hipotesis pasar efisien (Schwert, 1981). Pasar dikatakan efisien jika harga saham sepenuhnya mencerminkan semua informasi yang tersedia yang mempengaruhi risiko perusahaan dan arus kas masa depan yang diharapkan (Fama, 1970; Johnson, Mittelhammer, dan Blayney, 1992). Dengan kata lain, harga saham akan mencakup semua informasi yang relevan segera setelah tersedia. Ketika inisiatif peraturan apa pun yang memperkenalkan revisi aliran keuntungan masa depan perusahaan yang diharapkan pertama kali diumumkan, hal itu akan tercermin dalam pergerakan harga saham (Sawkins, 1996). Hipotesis pasar efisien (EMH) juga menggambarkan bahwa return yang diharapkan merupakan fungsi dari risikonya yang berarti semakin tinggi risiko maka semakin tinggi pula return (Sharpe, 1964; Fama, 1970). Pasar dikatakan efisien jika harga saham sepenuhnya mencerminkan semua informasi yang tersedia yang mempengaruhi risiko perusahaan dan arus kas masa depan yang diharapkan (Fama, 1970; Johnson, Mittelhammer, dan Blayney, 1992). Dengan kata lain, harga saham akan mencakup semua informasi yang relevan segera setelah tersedia.

Fama (1970) mengajukan hipotesis pasar efisien (EMH) menjadi tiga kategori, yaitu lemah, semi kuat, dan kuat. Pertama, teori bentuk lemah menyatakan bahwa harga saham telah mencerminkan seluruh informasi masa lalu yang tersedia di pasar seperti semua harga. Kedua, teori bentuk semi kuat mengatakan bahwa harga saham mencerminkan semua informasi yang tersedia secara publik. Terakhir, teori bentuk kuat menyatakan bahwa harga saham mencerminkan semua informasi, publik dan swasta. Hipotesis pasar efisien telah lama diterapkan untuk menyelidiki reaksi pasar saham terhadap informasi yang akan datang. Menurut Sharpe (1964), risiko sistematis adalah risiko yang responsif terhadap total risiko kombinasi investasi dan tidak dapat didiversifikasi. Dengan kata lain, investor tidak dapat mengurangi risiko sistematis melalui diversifikasi karena risiko sistematis disebabkan oleh faktor-faktor di luar kendali perusahaan dan faktor-faktor yang berada di luar perusahaan. Liu dkk. (2015) menyatakan bahwa ketika terdapat risiko sistematis, investor mengharapkan pemerintah menyelamatkan pasar. Artinya kebijakan pemerintah berperan penting dalam mempengaruhi perilaku investor (Lin dan Lin, 2014). Pastor dan Veronesi (2012) juga mengatakan bahwa perubahan kebijakan pemerintah lebih mungkin terjadi setelah periode “buruk”, termasuk penurunan atau periode profitabilitas yang tidak terduga.



Pandemi COVID-19 telah menyeret perekonomian banyak negara dan juga di tingkat global. Lebih lanjut, pandemi merupakan fenomena yang dipandang investor menyebabkan rendahnya return saham (Ashraf, 2020; Xu, 2021; Herwani et al. 2021). Hal ini juga mengancam dan memperburuk fundamental banyak perusahaan (Shen, Fu, dan Pan, 2020; Hu dan Zhang, 2021; Ren, Zhang, dan Zhang, 2021). Ketika pandemi menimbulkan dampak buruk pada pasar, investor mengharapkan pemerintah untuk menyelamatkan pasar (Pastor dan Veronesi, 2012). Kemudian, pemerintah Indonesia mengeluarkan kebijakan perpajakan di tengah pandemi, yaitu penurunan tarif pajak perusahaan. Secara substansial, memberikan diskon pada tarif pajak penghasilan perusahaan akan menghasilkan tambahan dana internal melalui pengaruhnya terhadap ekspektasi arus kas masa depan perusahaan (Goh et al., 2016; Edwards, Schwab, dan Shevlin, 2016). Oleh karena itu, dalam jangka pendek, pemegang saham mungkin menganggap kebijakan tersebut bermanfaat untuk membantu perusahaan memulihkan kinerjanya akibat pandemi. Selain itu, dalam jangka panjang, pengurangan tersebut akan berdampak pada pertumbuhan jangka panjang perusahaan yang terkena dampak (Summers, 1984).

Penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa kebijakan perpajakan dapat mempengaruhi reaksi pasar secara positif. Hayo dan Mierzwa (2018) meneliti reaksi pasar terhadap perubahan pajak yang diatur di Jerman, Amerika Serikat, dan Inggris. Mereka menemukan bahwa pemberitaan pemotongan pajak penghasilan orang pribadi mempengaruhi abnormal return positif karena dapat menyebabkan peningkatan pengeluaran konsumsi dan investasi. Edwards dkk. (2004) menyelidiki tanggapan pasar terhadap pencabutan pajak keuntungan modal perusahaan di Jerman. Mereka menemukan bahwa ada korelasi positif antara abnormal return periode peristiwa perusahaan dan tingkat kepemilikan silang mereka. Dampak dari pajak keuntungan modal perusahaan besar dianggap sebagai penghalang bagi akuisisi perusahaan-perusahaan Jerman yang efisien. Para investor memandang bahwa kebijakan tersebut merupakan langkah revolusioner dalam memutuskan jaringan kepemilikan silang yang luas di antara perusahaan-perusahaan Jerman. Wibowo dan Sukmaningrum (2019) mengamati reaksi pasar terhadap pengumuman amnesti pajak. Investor memandang kebijakan yang dikeluarkan pemerintah Indonesia merupakan informasi yang baik dan dapat meningkatkan tata kelola dan kinerja perusahaan. Program amnesti pajak mengharuskan perusahaan untuk melaporkan seluruh aset dan kewajibannya agar tidak diperiksa oleh otoritas pajak Indonesia. Dengan demikian, pemegang saham akan dapat mengetahui kondisi riil perusahaan seiring dengan peningkatan transparansi.

Dalam pasar yang efisien, jika terdapat deklarasi pajak yang signifikan, hal ini akan tercermin melalui reaksi harga dari perusahaan-perusahaan yang terkena dampak. Makalah ini berargumen bahwa pandemi COVID-19 sebagai risiko sistematis membawa dampak buruk pada kinerja perusahaan. Kemudian, untuk mengatasi permasalahan tersebut, pemerintah Indonesia mengeluarkan kebijakan perpajakan untuk membantu perusahaan dalam memulihkan kinerjanya sehingga mempengaruhi perekonomian melalui penurunan tarif pajak penghasilan badan. Diskon tersebut akan meminimalkan beban pajak penghasilan badan dan menghasilkan penghematan pajak tunai. Sedangkan jika deklarasi pajak dianggap sebagai kabar baik, maka investor akan memberikan sinyal melalui setiap kenaikan harga saham yang menunjukkan bahwa mereka menuntut adanya restrukturisasi perusahaan dengan memanfaatkan penghematan pajak dalam jangka pendek. Lebih jauh lagi, dalam jangka panjang, perusahaan diharapkan oleh investor untuk



lebih kompetitif dalam dunia usaha guna meningkatkan nilainya yang pada akhirnya akan menghasilkan lebih banyak uang yang harus dibayarkan kepada pemegang saham.

Penelitian ini menggunakan *event study* untuk mengetahui apakah dan bagaimana respon pasar terhadap pengumuman pengurangan pajak penghasilan badan dengan menggunakan observasi jangka pendek terhadap reaksi pasar terhadap Siaran Pers Direktorat Jenderal Pajak RI mengenai Penerapan Pajak Penghasilan Badan. Penurunan Tarif Penghitungan Pajak Penghasilan Pasal 29 dan Angsuran Pajak Penghasilan Pasal 25. Penelitian ini juga menggunakan model Dimson untuk menghitung beta yang disesuaikan dalam konteks pasar modal Indonesia terkait dengan perdagangan yang tipis (Wijayana dan Achjari, 2020). Beta Dimson diformulasikan menggunakan rata-rata return abnormal harian cross-sectional dari tiga hari sebelum ($t-3$) dan setelah ($t+3$) peristiwa dan periode estimasi terdiri dari 100 hari ($t-100$) sebelum jendela peristiwa. Uji z digunakan untuk mengetahui apakah ada reaksi pasar terhadap pengumuman tarif pajak baru (Wijayana dan Achjari, 2020). Sampel yang digunakan dalam penelitian adalah seluruh perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Dengan menambahkan bukti empiris mengenai pemeriksaan reaksi pasar seputar pengumuman pengurangan pajak penghasilan badan, penelitian ini berkontribusi pada literatur dalam beberapa cara penting. Pertama, memberikan literatur tambahan mengenai pasar semi-kuat dan peristiwa-peristiwa yang mempengaruhi reaksi pasar karena pasar semi-kuat berkaitan dengan penyesuaian harga saham terhadap peristiwa yang menghasilkan informasi (Fama, 1970). Kedua, penelitian ini memberikan bukti empiris terhadap riset pasar modal Indonesia yang bercirikan perdagangan tipis. Dengan demikian, hasil penelitian ini dapat digunakan oleh peneliti selanjutnya yang meneliti topik dan setting serupa sebagai referensi. Hasil penelitian ini juga mempunyai implikasi praktis bagi investor dan regulator. Penurunan tarif pajak berpotensi meningkatkan kinerja suatu perusahaan dan kemudian meningkatkan nilai perusahaan dalam jangka panjang, oleh karena itu investor diharapkan dapat menganalisis informasi yang dikeluarkan pemerintah Indonesia untuk mengambil keputusan yang tepat. keputusan investasi. Sedangkan bagi regulator, kebijakan penurunan tarif pajak penghasilan badan dilakukan untuk memulihkan kinerja perusahaan dan meningkatkan daya saing perusahaan di pasar modal Indonesia, sehingga penelitian ini memberikan bukti empiris yang dapat digunakan pemerintah untuk mengevaluasi kinerja perusahaan. kebijakan.

METODE PENELITIAN

Sampel, Data, dan Tanggal Peristiwa. Sampel penelitian ini terdiri dari perusahaan-perusahaan Indonesia yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Setelah mengeliminasi beberapa perusahaan yang datanya tidak lengkap, sampel akhir berjumlah 307 perusahaan non-keuangan yang digunakan dalam penelitian ini. Data return saham baik sekuritas individual maupun Indeks Harga Saham Gabungan -IHSG dikumpulkan dari *Google Search* dan *Yahoo Finance Database*. Tanggal pengumuman tersebut mengikuti tanggal terbitnya siaran pers yang dikeluarkan oleh Direktorat Jenderal Pajak RI, yaitu tanggal 3 April 2020. Tanggal tersebut dipilih karena memuat informasi spesifik mengenai pengurangan Pajak Penghasilan Badan yang menunjukkan kepada investor bahwa pemerintah Indonesia telah mengambil tindakan (lainnya) untuk memulihkan perekonomian akibat dampak buruk pandemi COVID-19.



Metodologi Penelitian. Penelitian ini menggunakan studi peristiwa (*event study*) untuk menghitung respon pasar saham terhadap penurunan tarif pajak penghasilan badan di Indonesia, yang berdasarkan pada ukuran dampak spesifik perusahaan yang digunakan untuk mendapatkan temuan lebih lanjut. Studi peristiwa adalah pendekatan umum untuk mengevaluasi pengaruh perubahan peraturan terhadap abnormal return (Schwert, 1981). Dengan kata lain, pendekatan ini menyelidiki return selama jendela peristiwa untuk menentukan apakah return tersebut positif atau negatif secara abnormal (Lamdin, 2001). Pengembalian abnormal (AR) suatu perusahaan didefinisikan sebagai perbedaan antara pengembalian aktual suatu saham dan pengembalian yang diharapkan selama periode peristiwa. Pengembalian aktual diukur dengan menggunakan pengembalian sederhana yang diterapkan sebagai:

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}} \quad (1)$$

where:

R_{it} = return aktual saham i untuk periode t

P_{it} = harga saham i untuk periode t

P_{it} harga saham i untuk periode t-1

Untuk mengukur ekspektasi return sekitar peristiwa pengumuman, penelitian ini menggunakan model pasar sebagai berikut:

$$E(R_{it}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i \cdot R_{mt} \quad (2)$$

dimana:

$E(R_{it})$ = return yang diharapkan untuk saham i pada periode t

$\hat{\alpha}_i$ = estimasi alpha yang disesuaikan (α_i) untuk saham i

$\hat{\beta}_i$ = beta disesuaikan yang ditentukan dengan menggunakan model Dimson

R_{mt} = return indeks pasar untuk periode t

Koefisien $\hat{\beta}_i$ diukur dengan menggunakan kuadrat terkecil biasa dari indeks pasar harian untuk periode 100 hari perdagangan. Pengembalian yang diperoleh dari periode sepuluh hari sebelum jendela peristiwa dikecualikan untuk mengendalikan potensi masalah yang disebabkan oleh efek perancu (MacKinlay, 1997).

Penelitian ini menggunakan metode beta penyesuaian Dimson untuk menghitung ekspektasi imbal hasil. Beta yang disesuaikan dinilai memiliki kemampuan untuk menyelesaikan permasalahan perdagangan tipis yang terjadi di pasar modal berkembang, seperti di Indonesia. Aktivitas perdagangan saham seperti di BEI tidak terjadi secara sinkron karena setiap saham mempunyai frekuensi perdagangan yang berbeda pula. Perdagangan yang tidak sinkron dapat menyebabkan korelasi silang lag-1 di antara imbal hasil sekuritas, korelasi serial lag-1 dalam imbal hasil portofolio, dan dalam beberapa keadaan korelasi serial negatif dari rangkaian imbal hasil sekuritas tunggal (Tsay, 2005). Oleh karena itu, beta yang tidak disesuaikan dapat mengakibatkan estimasi beta yang bias. Karena proses penutupan yang dilaporkan biasanya mewakili transaksi sebelum penutupan transaksi yang sebenarnya, return yang diukur sering kali menyimpang dari return sebenarnya (Scholes & Williams, 1977). Jika suatu saham tidak diperdagangkan dalam jangka waktu tertentu, maka harga saham yang digunakan untuk mengukur beta tersebut akan



berasal dari terakhir kali perdagangan tersebut dilakukan, sehingga beta tersebut dapat menjadi bias (Wijayana & Achjari, 2020). Untuk menyesuaikan bias ini, penelitian ini menggunakan model Dimson (1979) dengan satu lag dan satu lead return pasar. Beta Dimson diukur dengan:

$$\beta_i = \beta_i^{-1} + \beta_i^0 + \beta_i^{+1} \quad (3)$$

dimana β_i^{-1} , β_i^0 and β_i^{+1} merupakan estimasi parameter yang diperoleh dari regresi berganda berikut antara return saham dan return pasar dengan n lag dan n lead:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i^{-1} \cdot R_{mt-1} + \beta_i^0 \cdot R_{mt} + \beta_i^{+1} \cdot R_{mt+1} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

where:

R_{it} = return saham i pada periode t

R_{mt-1} = return pasar untuk $t-1$

R_{mt+1} = return saham untuk $t+1$

ε_{it} = error saham i pada periode t

Untuk memperoleh kesimpulan yang komprehensif atas peristiwa pengumuman, maka return abnormal kumulatif (CAR) dihitung sebagai penjumlahan AR selama jendela peristiwa (Binder, 1998). Kemudian, rata-rata pengembalian abnormal kumulatif (ACAR) dihitung sekitar dan setelah pengumuman penurunan tarif pajak penghasilan badan. ACAR untuk hari t tertentu pada jendela peristiwa dinyatakan dalam rumusan berikut:

$$ACAR_t = \frac{1}{n} \sum_{i=-3}^3 AR_{it} \quad (5)$$

dimana n mewakili jumlah perusahaan dalam sampel. Apakah CAR pada event window berbeda signifikan dengan nol, penelitian ini akan menggunakan uji z . Jika hasilnya berbeda dengan nol, maka akan menunjukkan adanya abnormal return. Di bawah ini adalah rumus uji- z :

$$z = \frac{\bar{x} - \mu}{\sigma / \sqrt{n}} \quad (6)$$

where:

$\bar{x}$ = rata-rata pengembalian aktual di jendela peristiwa

μ = perkiraan pengembalian rata-rata di jendela acara

σ = varians

n = jumlah perusahaan

Event window terdiri dari tujuh hari dengan tiga hari sebelum tanggal ditetapkan peristiwa regulasi ($t - 3$ sampai dengan $t - 1$), satu hari pada tanggal peristiwa pengumuman ($t-0$) dan tiga hari setelah tanggal ditetapkan dari peristiwa peraturan ($t + 1$ hingga $t + 3$). Penelitian ini memilih periode tujuh hari karena adanya asumsi bahwa semakin pendek periode penelitian dalam suatu studi peristiwa, maka semakin kecil kemungkinan abnormal return dipengaruhi oleh peristiwa lain selain peristiwa utama. Diskonto tarif PPh badan merupakan peristiwa yang nilai keekonomiannya dapat ditentukan secara cepat oleh investor, sehingga diperkirakan tidak membutuhkan waktu lama untuk merespon pengumuman tersebut.



HASIL PENELITIAN

Untuk mengetahui reaksi pasar terhadap penurunan tarif pajak perusahaan, penelitian ini menghitung CAR harian dengan menerapkan metode yang dibangun berdasarkan model pasar dengan beta yang disesuaikan dengan menerapkan metode Dimson dan Fowler-Rorke. Kemudian, reaksi pasar dihitung dengan mengurangi rata-rata keuntungan yang diharapkan dari rata-rata keuntungan sebenarnya. Uji signifikansi perbedaan mean antara rata-rata ekspektasi return dengan rata-rata return aktual diperoleh dengan menggunakan uji z. Penelitian ini juga menggunakan uji z satu sisi untuk menguji apakah CAR secara signifikan lebih kecil dari nol.

Tabel 1 di bawah ini menyajikan statistik deskriptif kumulatif abnormal return untuk CAR₇, CAR₅, dan CAR₃. Tabel 1 menunjukkan bahwa pasar bereaksi positif terhadap pengumuman kebijakan penurunan tarif pajak penghasilan badan yang ditunjukkan dengan positifnya nilai tiga CAR pada beta penyesuaian Dimson's dan Fowler-Rorke. Mengingat statistik deskriptif menunjukkan reaksi positif investor, penelitian ini menerapkan uji z satu sisi dengan tingkat signifikansi 5% untuk menguji apakah CAR secara signifikan lebih besar dari nol pada *event window*.

Table 1. Statistik Deskriptif

Statistik	Dimson			Fowler-Rorke		
	CAR ₇	CAR ₅	CAR ₃	CAR ₇	CAR ₅	CAR ₃
Rata-rata	0.49%	0.78%	1.34%	0.44%	0.50%	0.54%
Std. Dev.	2.06%	2.73%	3.89%	2.02%	2.54%	3.35%
Median	0.15%	0.23%	0.42%	0.12%	0.02%	-0.03%
Minimum	-6.95%	-7.57%	-9.00%	-6.87%	-7.50%	-8.81%
Maximum	14.50%	15.79%	15.97%	14.56%	15.87%	16.16%
N	370	370	370	370	370	370

Seperti disajikan pada Tabel 2, hasil uji z menunjukkan bahwa CAR₇, CAR₅, dan CAR₃ menggunakan Dimson's customized beta lebih besar dari nol dengan nilai z masing-masing CAR sebesar 4,575, 5,496, dan 6,626 (p-value kurang dari 1%). untuk semua CAR). Tabel 2 juga menunjukkan bahwa CAR₇, CAR₅, dan CAR₃ dengan menerapkan Fowler-Rorke's beta disesuaikan lebih besar dari nol dengan nilai z sebesar 4,189, 3,786, dan 3,101 untuk masing-masing CAR (p-value kurang dari 1% untuk seluruh CAR). Oleh karena itu, dengan menggunakan dua metode beta yang disesuaikan untuk menjelaskan lemahnya pasar modal perdagangan di Indonesia. Hasil penelitian dapat diartikan bahwa investor merespon dengan cepat terhadap manfaat yang diperoleh dari pengurangan pajak penghasilan badan setelah otoritas pajak Indonesia mengeluarkan Siaran Pers yang berisi informasi spesifik bahwa pemerintah Indonesia telah menurunkan tarif pajak penghasilan badan. Investor juga masih bereaksi terhadap peristiwa pengumuman tersebut hingga hari +3. Investor memandang pengurangan pajak sebagai cara untuk meminimalkan biaya pajak yang ditanggung perusahaan sehingga meningkatkan penghematan pajak tunai. Uang tunai yang dihasilkan diharapkan dapat membantu perusahaan memulihkan kondisi keuangan mereka yang disebabkan oleh pandemi COVID-19 dan mempengaruhi kinerja mereka di masa depan. Karena pandemi ini dianggap sebagai risiko sistematis oleh banyak



perusahaan, diskon tarif pajak dapat digunakan untuk memulihkan kerugian dan dampak fundamentalnya. Hal ini juga akan menguntungkan mereka untuk memperoleh keuntungan lebih banyak dan lebih kompetitif.

Tabel 2: Z Test Result

Statistics	Dimson			Fowler-Rorke		
	CAR ₇	CAR ₅	CAR ₃	CAR ₇	CAR ₅	CAR ₃
z-value	4.575***	5.496***	6.626***	4.189***	3.786***	3.101***
p-value	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
N	370	370	370	370	370	370

Hasil ini sejalan dengan Wibowo dan Sukmaningrum (2019), Hayo dan Mierzwa (2018), Edwards dkk. (2004), yang menemukan bahwa investor bereaksi terhadap kebijakan pajak yang menguntungkan mereka. Reformasi perpajakan yang dilakukan pemerintah Indonesia di tengah pandemi COVID-19 ini dianggap sebagai kabar baik oleh rata-rata investor, sebagaimana dibuktikan dengan nilai CAR yang positif secara signifikan dan tercermin dengan cepat pada harga sekuritas di sekitar tanggal peristiwa peraturan. Penjelasan di atas menggambarkan efisiensi pasar semi-kuat di pasar modal Indonesia.

SIMPULAN

Penelitian ini mengkaji reaksi pasar terhadap pengumuman penurunan tarif pajak penghasilan badan yang diatur oleh pemerintah Indonesia. Pengumuman sebagai *event window* menyusul Siaran Pers No. SP-13 Tahun 2020 dikeluarkan oleh otoritas pajak Indonesia pada tanggal 3 April 2020. Judul dan isi Siaran Pers tersebut memuat penjelasan spesifik yang menginformasikan kepada investor bahwa pemerintah Indonesia akan mengurangi perusahaan tersebut. tarif pajak penghasilan pada tahun 2020 dan 2022. Kebijakan perpajakan bermanfaat bagi investor karena dikeluarkan di tengah pandemi COVID-19. Temuan tersebut menunjukkan adanya reaksi pasar yang positif di sekitar tanggal Siaran Pers. Hal ini menandakan bahwa investor memberikan sinyal kepada manajemen melalui setiap kenaikan harga sekuritas, yang menunjukkan bahwa mereka menuntut restrukturisasi perusahaan dengan menggunakan penghematan pajak yang diperoleh dari penurunan tarif pajak penghasilan badan pada tahun 2020. Selanjutnya, karena tarif pajak akan turun lagi pada tahun 2022, perusahaan Diharapkan investor akan lebih kompetitif di masa depan untuk meningkatkan nilainya, yang pada akhirnya akan menghasilkan lebih banyak uang tunai yang harus dibayarkan kepada pemegang saham. Respons cepat investor terhadap kebijakan tersebut menunjukkan bahwa pasar modal Indonesia berada pada kondisi pasar efisien semi-kuat.

Selain itu, makalah ini memiliki dua kontribusi penting. Pertama, bukti empiris mengenai reaksi pasar yang positif seputar pengumuman pengurangan pajak penghasilan badan menunjukkan bahwa pasar modal Indonesia dinyatakan dalam bentuk semi kuat efisien karena bentuk pasar berkaitan dengan penyesuaian harga sekuritas terhadap suatu peristiwa yang menghasilkan informasi (Fama, 1970). Kedua, penerapan beta penyesuaian Dimson dan Fowler-



Rorke untuk memperoleh abnormal return memberikan bukti empiris bahwa pasar modal Indonesia ditandai dengan perdagangan yang tipis. Dengan demikian, hasil penelitian ini dapat digunakan oleh peneliti selanjutnya yang meneliti topik dan setting serupa pada riset pasar modal Indonesia sebagai referensi.

Hasil penelitian ini juga mempunyai implikasi praktis bagi investor dan regulator. Penurunan tarif pajak penghasilan badan berpotensi meningkatkan kinerja perusahaan yang terkena risiko sistematis dan kemudian meningkatkan nilainya dalam jangka panjang. Oleh karena itu, investor diharapkan menganalisis informasi yang dikeluarkan pemerintah Indonesia untuk mengambil keputusan investasi yang tepat. Sementara itu, bagi regulator, reaksi positif pasar terhadap kebijakan penurunan tarif pajak penghasilan badan dirasakan investor dapat meningkatkan kinerja perusahaan dan meningkatkan daya saing perusahaan di pasar modal Indonesia. Dengan demikian, penelitian ini memberikan bukti empiris bahwa investor akan bereaksi terhadap kebijakan yang dikeluarkan pemerintah Indonesia jika kebijakan tersebut berdampak pada mereka. Namun, penelitian ini terbatas pada satu lag dan satu lead untuk penghitungan beta yang disesuaikan. Karena beberapa sampel sekuritas tidak diperdagangkan secara aktif selama hari perdagangan yang panjang, hal ini dapat menyebabkan bias beta yang lebih besar.

DAFTAR PUSTAKA

- Achjari, D. & Wahyuningtyas, A. E. (2014). Information technology investment announcements and firms' value: The case of Indonesian firms in the financial and non-financial sectors. *Asian Journal of Business and Accounting*, 7 (2), 95-116. Retrieved from: <https://ajba.um.edu.my/index.php/AJBA/article/view/2697>
- Amromin, G., Harrison, P., Liang, N., & Sharpe, S. A. (2005). How did the 2003 dividend tax cut affect stock prices and corporate payout policy? (*FEDs Working Paper No. 2005-57*), Washington D.C.: Federal Reserve Board. Retrieved from Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board: <https://doi.org/10.2139/ssrn.873879>
- Ariff, M. & Finn, F. J. (1989). Announcement effects and market efficiency in a thin market: An empirical application to the Singapore equity market. *Asia Pacific Journal of Management* 6, 243-265. doi: 10.1007/BF01733767
- Baltagi, B. H., Li, D., & Li, Q. (2006). Transaction tax and stock market behavior: Evidence from an emerging market. *Empirical Economics*, 31(2), 393-408. doi: 10.1007/s00181-005-0022-9
- Binder, J. J. (1998). The event study methodology since 1969. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 11 (2), 111-137. doi: 10.1023/A:1008295500105
- Dimson, E. (1979). Risk measurement when shares are subject to infrequent trading. *Journal of Financial Economics*, 7 (2), 197-226. doi: 10.1016/0304-405X(79)90013-8.
- Edwards, A., Schwab, C., & Shevlin, T. (2016). Financial constraints and cash tax savings. *The Accounting Review*, 91 (3), 859-881. doi: 10.2308/accr-51282



- Edwards, C. H., Lang, M. H., Maydew, E. L., & Shackelford, D. A. (2004). Germany's repeal of the corporate capital gains tax: the equity market response. *Journal of the American Taxation Association*, 26, 73-97. doi: 10.2308/jata.2004.26.s-1.73
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25 (2), 383-417. doi: 10.2307/2325486
- Foster, M., White, L., & Young, M. (2007). Capital gains, dividends, and taxes: Market reactions to tax changes. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal* 11(1), 9-23. Retrieved from: <https://digitalcommons.cwu.edu/cobfac/221/>
- Fowler, D. J. & Rorke, C. H. (1983). Risk measurement when shares are subject to infrequent trading: Comment. *Journal of Financial Economics*, 12 (2), 279-283. doi: 10.1016/0304-405X(83)90039-9
- Goh, B. W., Lee, J. & Lim, C. Y. (2016). The effect of corporate tax avoidance on the cost of equity. *The Accounting Review*, 91 (6), 1647-1670. doi: 10.2308/accr-51432
- Haron, R & Ayojimi, S.M. (2019). The effect of GST announcement on stock market volatility: evidence from intraday data. *Journal of Advances in Management Research*, 16 (3), 313-328. doi:10.1108/JAMR-11-2017-0102
- Hayo, B & M., Sascha. (2020). Stock market reactions to legislated tax changes: Evidence from the United States, Germany, and the United Kingdom. (*MAGKS Papers on Economics 202047*), Marburg: Philipps-Universität Marburg. Retrieved from: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3866716
- Hill, M. D., Kubick, T. R., Lockhart, G. B., & Wan, H. (2013). The effectiveness and valuation of political tax minimization. *Journal of banking & finance*, 37(8), 2836-2849. doi: 10.1016/j.jbankfin.2013.04.002
- Hu, S. & Zhang, Y. (2021). COVID-19 pandemic and firm performance: Cross-Country Evidence. *International Review of Economics and Finance*, 74, 365-372. doi: 10.1016/j.iref.2021.03.016
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76 (2), 323-329. doi: 10.2139/ssrn.99580
- Johnson, M. S., M, Ron, & B., Don. (1992). Pesticide industry regulation: Economic consequences as revealed through stock price behavior. *Agribusiness*, 8 (4), 347-364. doi: 10.1002/1520-6297(199207)8:4<347::AID-AGR2720080407>3.0.CO;2-3
- Knif, J., Kolari, J., & Pynnönen, S. (2008). Stock market reaction to good and bad inflation news. *Journal of Financial Research*, 31 (2), 141-166. doi: 10.1111/j.1475-6803.2008.00235.x
- Lamdin, D. J. (2001). Implementing and interpreting event studies of regulatory changes. *Journal of Economics and Business*, 53 (2-3), 171-183. doi: 10.1016/S0148-6195(01)00035-2
- Liu, J., Tao, Q., Hou, W. & Zhang, T. (2016). Systematic risk, government policy intervention, and dynamic contrarian investments. *International Review of Economics and Finance*, 43, 334-343. doi: 10.1016/j.iref.2015.12.006
- MacKinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of economic literature*, 35(1), 13-39. Retrieved from: <https://www.jstor.org/stable/2729691>
- Pastor, L., & Veronesi, P. 2012. Uncertainty about government policy and stock prices. *Journal of Finance*, 67 (4), 1219-1264. doi: 10.1111/j.1540-6261.2012.01746.x



- Ren, Z., Zhang, X., and Zhang, Z. (2021). New evidence on covid-19 and firm performance. *economic analysis and policy*, 72, 213-225. doi: 10.1016/j.eap.2021.08.002
- Scholes, M. & Williams, J. (1977). Estimating betas from non-synchronous data. *Journal of Financial Economics*, 5 (3), 309-327. doi: 10.1016/0304-405X(77)90041-1.
- Schwert, G. W. (1981). Using financial data to measure effects of regulation. *Journal of Law and Economics*, 24 (1), 121-158. Retrieved from: <https://www.jstor.org/stable/725206>
- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19 (3), 425-442. doi: 0.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x
- Shen, H., Fu, M., Pan, H., Yu, Z., & Chen, Y. (2020). The impact of the COVID-19 pandemic on firm performance. *Emerging Markets Finance and Trade*, 56 (10), 2213-2230. doi: 10.1080/1540496X.2020.1785863
- Summers, L. H. (1984). The after-tax rate of return affects private savings. Retrieved from: <http://www.jstor.org/stable/1816364>
- Tsay, R. S. (2005). *Analysis of financial time series* (2nd ed). New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Wibowo, M. S. & Sukmaningrum, P. S. (2019). Stock market reaction to the tax amnesty announcement. *Indonesian Capital Market Review*, 11, 108-118. doi: 10.21002/icmr.v11i2.11608
- Wijayana, S., & Achjari, D. (2020). Market reaction to the announcement of an information technology investment: Evidence from Indonesia. *Information & Management*, 57 (7), 1-14. doi: 10.1016/j.im.2019.103248