

**REAKSI PASAR MODAL SEBELUM DAN SESUDAH PENGUMUMAN KEBIJAKAN
CUKAI ROKOK: STUDI PADA ABNORMAL RETURN, TRADING VOLUME
ACTIVITY, DAN VOLATILITAS HARGA SAHAM EMITEN TEMBAKAU 2020–2024**

Alina Rohma

Universitas Satya Negara Indonesia
arohma26@gmail.com¹

Yuslinda Nasution

Universitas Satya Negara Indonesia
yuslindanst12@gmail.com²

Diterima : 29-05-2026

Revisi : 08-06-2026

Diterbitkan : 09-06-2026

ABSTRACT 12

This study aims to analyze the capital market reaction to the announcement of the cigarette excise tax increase using an event study method. Market reaction is measured using abnormal return indicators, trading volume activity (TVA), and stock price volatility in cigarette segment corporations listed on the Indonesian capital market during 2020–2024. This study uses an 11-day event window, from t-5 to t+5 around the policy announcement date. The research approach used is quantitative, applying the classical assumption test, paired sample t-test, and the Wilcoxon test. The sample was determined using purposive sampling and involved two tobacco companies. Data were obtained from Indonesia Stock Exchange publications and the official websites of the companies concerned. The results indicate that, in general, there were no significant differences before and after the excise tax increase announcement in terms of abnormal returns or trading volume activity. However, in 2022, a significant difference was found in trading volume activity. Furthermore, descriptively, stock price volatility exhibited a fluctuating pattern, indicating market uncertainty regarding the policy.

Keyword : Excise Policy, Capital Market Reaction, Event Study, Abnormal Return, Trading Volume Activity, Stock Price Volatility

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis reaksi pasar modal terhadap pengumuman kenaikan tarif cukai rokok dengan menggunakan metode event study. Reaksi pasar diukur melalui indikator abnormal return, trading volume activity (TVA), dan volatilitas harga saham di korporasi segmen rokok yang tercatat pada pasar modal Indonesia saat tahun 2020–2024. Karya ilmiah mempergunakan event window selama 11 hari, yaitu mulai dari t-5 hingga t+5 di sekitar tanggal pengumuman kebijakan. Pendekatan penelitian yang digunakan adalah kuantitatif dengan penerapan uji asumsi klasik, Paired Sample t-Test, serta uji Wilcoxon. Penentuan sampel dilakukan secara purposive sampling dan melibatkan dua perusahaan sektor tembakau. Data penelitian diperoleh dari publikasi Bursa Efek Indonesia serta situs resmi perusahaan terkait. Hasil penelitian menunjukkan bahwa secara umum tidak terdapat perbedaan yang signifikan sebelum dan sesudah pengumuman kenaikan tarif bea cukai tentang abnormal return maupun trading volume activity. Namun, di tahun 2022 ditemukan ketidaksamaan istimewa pada trading

volume activity. Selain itu, secara deskriptif volatilitas harga saham menunjukkan pola fluktuatif yang mengindikasikan adanya ketidakpastian pasar terhadap kebijakan tersebut.

PENDAHULUAN

Salah satu kebijakan dari pemerintah yang berdampak langsung terhadap sektor industri tertentu adalah kenaikan tarif cukai, khususnya pada industri rokok. Informasi mengenai penerapan kebijakan baru menjadi hal krusial bagi investor, karena dapat memengaruhi dinamika saham termasuk fluktuasi harga, tingkat keuntungan yang diperoleh, serta intensitas dan volume transaksi di pasar modal. Sebagaimana dijelaskan dalam teori efisiensi pasar dimana suatu pasar dapat dikatakan efisien apabila seluruh data relevan yang ada digambarkan melalui nilai, frekuensi dan kuantitas perdagangan sekuritas di pasar. Hal ini juga dijelaskan lebih lanjut oleh Hartono, ia menyatakan bahwa pengumuman yang berhubungan dengan pemerintah seperti adanya keputusan dari pemerintah sebagai regulator memang salah satu dari banyaknya pengumuman yang dapat mempengaruhi saham. (Collins et al., 2021). Setiap tahun, pemerintah menetapkan target pemasukan negara melalui Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN) dimana kepabeanan, khususnya cukai rokok menjadi salah satu komponen utama dalam mencapai target tersebut. Ketika penerimaan meningkat, pemerintah cenderung menyesuaikan tarif cukai rokok. Hal ini tercermin dalam dokumen Kerangka Ekonomi Makro dan Pokok-Pokok Kebijakan Fiskal (KEM-PPKF) 2025, yang menyebutkan aturan cukai rokok diarahkan untuk mendukung penerimaan negara melalui peningkatan tarif dan penyederhanaan struktur layer tarif. Pendekatan ini sejalan dengan Fiscal Policy Theory yang dikemukakan oleh Musgrave (1959), yang menyatakan bahwa pajak dan cukai bukan hanya bermanfaat sebagai sumber penerimaan negara, melainkan sebagai alat untuk mengalokasikan sumber daya dan menstabilkan perekonomian, Dalam konteks ini, cukai rokok digunakan sebagai instrumen fiskal yang fleksibel untuk menyesuaikan kebutuhan anggaran negara, sekaligus mengatur perilaku konsumsi masyarakat terhadap produk yang berdampak negatif bagi kesehatan.

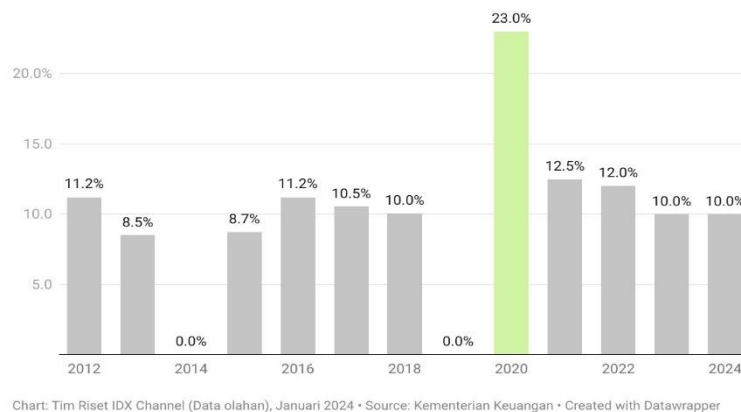
Naiknya biaya kepabeanan di Indonesia yang dilakukan setiap periode sejak 2020 berdampak signifikan tidak hanya terhadap penerimaan negara, tetapi juga pada keberlangsungan industri hasil tembakau. Menurut Hananto Wibisono selaku Pemerhati Kebijakan Ekosistem Tembakau Indonesia, tarif cukai rokok mengalami peningkatan sekitar 10%–12% per tahun. Dalam salah satu periode, bahkan tercatat kenaikan yang lebih tinggi yaitu mencapai 23%.

Kebijakan tersebut memang berkontribusi pada meningkatnya penerimaan negara melalui cukai, namun di sisi lain menimbulkan konsekuensi terhadap sektor industri rokok, khususnya terhadap tenaga kerja.

Data menunjukkan bahwa beban biaya produksi yang semakin tinggi memaksa perusahaan melakukan efisiensi, sehingga mengakibatkan pemutusan hubungan kerja (PHK) pada beribu-ribu karyawan Rokok Kretek Mesin (SKM) dan Rokok Putih Mesin (SPM). Kondisi ini mengindikasikan bahwa kebijakan fiskal pemerintah melalui peningkatan tarif cukai tidak sepenuhnya diimbangi dengan stabilitas industri tembakau. Bahkan pada tahun 2024, meskipun tidak terdapat kenaikan tarif cukai, pemerintah tetap meningkatkan Harga Jual Eceran (HJE) sebesar 9,53%, yang pada akhirnya tetap memberikan tekanan terhadap pasar serta konsumen rokok.

Fenomena tersebut menunjukkan adanya dinamika antara tujuan penerimaan negara dan dampak terhadap industri, termasuk terhadap kinerja saham perusahaan rokok di pasar modal. Respon investor terhadap kebijakan ini menjadi penting untuk diamati melalui analisis reaksi pasar terhadap pengumuman kenaikan tarif cukai rokok setiap tahunnya.

Rata-Rata Kenaikan Tarif Cukai Rokok Satu Dekade Terakhir



Gambar 1. Rata-Rata Kenaikan Tarif Cukai Rokok

Dari data grafik yang diterbitkan oleh Bursa Efek Indonesia, terlihat adanya fluktuasi signifikan dalam kinerja saham emiten rokok selama periode 2020 hingga 2024. Secara spesifik, bisnis rokok di Indonesia adalah segmen menentukan yang menyerap jutaan tenaga kerja dan menyumbang pendapatan cukai terbesar bagi negara. Namun, kebijakan kenaikan cukai berdampak langsung terhadap investor cukai yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) seperti HMSP, GGRM, RMBA, WIIM, dan ITIC.

Beberapa penelitian sebelumnya telah mengkaji reaksi pasar modal terhadap kebijakan kenaikan cukai rokok. Penelitian oleh Fikri Fadlilah Rohman dan Yeney Widya Prihatingtias (2024) dengan menggunakan pendekatan event study, untuk menganalisis abnormal return dari empat emiten rokok (GGRM, HMSP, RMBA, WIIM) pada periode 29 Desember 2022. Kesimpulan karya ilmiah menerangkan bahwa tidak ada perbedaan yang searah pada abnormal return terdahulu dan setelah pengumuman kenaikan bea cukai tahun 2023. Hasil pada trading volume activity, terdapat ketidaksamaan yang berarti antara periode terdahulu dan sehabis pengumuman. (Fikri & Yeney Widya Prihatingtias, 2024)

Terdapat juga penelitian lain yaitu penelitian oleh Akbar Tanjung dan M. Khusnul Mubarak (2023) menunjukkan bahwa cumulative average abnormal return (CAAR) terjadi penurunan signifikan sebesar -10.20% pada t+4, dengan penurunan terbesar terjadi pada hari pengumuman (t0) sebesar -2.87%, artinya informasi yang dirilis dianggap buruk oleh investor. Hasilnya dari penelitian juga menunjukkan bahwa pasar modal bereaksi secara signifikan terhadap kebijakan fiskal, dan ukuran perusahaan mempengaruhi intensitas dampaknya. (Akbar Tanjung & M. Khusnul Mubarak, 2025)

Penelitian ini bertujuan menganalisis reaksi pasar modal terhadap pengumuman kenaikan tarif cukai di Indonesia melalui abnormal return, aktivitas volume perdagangan (trading volume activity), dan volatilitas harga saham emiten rokok serta menguji perbedaan kondisi sebelum dan sesudah pengumuman guna mengetahui pengaruh informasi kebijakan perilaku investor di pasar modal.

KAJIAN LITERATUR

Pasar Modal

Pasar modal adalah faktor penting dari struktur keuangan yang berperan sebagai sarana pertemuan antara pihak yang surplus (investor) dan pihak yang defisit (emiten), melalui perdagangan perangkat keuangan jangka panjang seperti saham dan obligasi. Pasar modal merupakan pasar untuk berbagai perangkat keuangan. Pasar modal adalah sarana perdagangan instrumen keuangan (sekuritas) jangka panjang, baik berupa utang maupun modal sendiri yang diterbitkan oleh perusahaan serta Lembaga terkait efek. Dengan demikian pasar modal adalah tempat untuk memperdagangkan efek yang diterbitkan lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek. Pasar modal menyediakan sarana investasi jangka panjang dengan jatuh tempo

lebih dari setahun serta berfungsi sebagai platform perdagangan sekuritas melalui bursa efek (Dini et al., 2024)

Abnormal Return

Menurut Ade Muthia (2024) abnormal return merupakan selisih antara expected return dan actual return. Abnormal return bernilai positif apabila actual return melebihi expected return, dan bernilai negative apabila actual return lebih rendah dari expected return. Kondisi ini dapat dipengaruhi oleh berbagai peristiwa seperti, hari libur nasional, stock split, ketidakstabilan politik, dan kejadian luar biasa lainnya. Reaksi pasar tercermin dari perubahan harga saham perusahaan yang dapat diukur melalui return maupun abnormal return (Muthia,2024).

Trading Volume Activity

Trading volume activity merupakan rasio antara jumlah saham yang diperdagangkan dan jumlah saham yang beredar di pasar pada periode tertentu (Sari & Dewi, 2021). Sementara itu, (Setiawan et al., 2024) menjelaskan bahwa TVA merupakan ukuran proporsi saham yang diperjualbelikan terhadap total saham beredar (*outstanding shares*). Dengan kata lain, TVA menggambarkan seberapa aktif investor melakukan aktivitas jual/beli saham dalam periode tertentu, sehingga dapat digunakan untuk menilai perubahan minat investor setelah adanya informasi publik.

Volatilitas Harga Saham

Fluktuasi harga saham pada waktu tertentu menjelaskan dinamika supply dan demand di pasar modal. pergerakan nilai saham ditetapkan oleh kuatnya demand dan supply di pasar, di mana harga saham menrefleksikan konsensus pemegang saham mengenai nilai perusahaan pada suatu waktu tertentu. Volatilitas yang tinggi menunjukkan bahwa investor memiliki persepsi risiko dan ekspektasi yang berbeda-beda terhadap prospek perusahaan, sehingga mendorong fluktuasi harga yang lebih besar. Menurut Jogiyanto (2017), volatilitas mencerminkan seberapa besar perubahan harga saham sebagai respons terhadap masuknya informasi baru ke pasar. Semakin besar perubahan harga yang terjadi, semakin tinggi tingkat volatilitas saham tersebut. Volatilitas harga saham umumnya diukur berdasarkan pergerakan harga atau return saham dalam periode tertentu, bukan berdasarkan laporan keuangan atau kebijakan dividen perusahaan. (Hartono, 2017)

Teori Sinyal

Teori sinyal (Signalling Theory) yang dikemukakan oleh Spence (1973) yang menjelaskan bahwa yang memiliki informasi memberikan sinyal kepada investor sebagai dasar pengambilan keputusan. Investor kemudian menyesuaikan perilakunya berdasarkan pemahaman terhadap informasi tersebut. Teori ini menekankan pentingnya informasi yang disampaikan manajemen atau pembuat kebijakan dalam mempengaruhi keputusan investor (Hartono,2017).

Teori Efisiensi Pasar

Secara teoritis, efisiensi pasar merupakan kondisi ideal di mana semua informasi yang relevan tersedia secara merata kepada seluruh pelaku pasar dan harga barang atau jasa akan mencerminkan nilai informasi secara akurat. Dalam kondisi ini, tidak ada peluang arbitrase, dan tidak ada satu pun agen ekonomi yang dapat memperoleh keuntungan lebih dari yang lain tanpa mengambil risiko tambahan. Konsep ini menjadi dasar dari teori Hipotesis Pasar Efisien (EMH) yang dipopulerkan dari Fama (1970), khususnya dalam konteks bursa efek, namun memiliki keterkaitan dengan analisis pasar barang dan jasa dalam ekonomi mikro. (Fama, 1970)

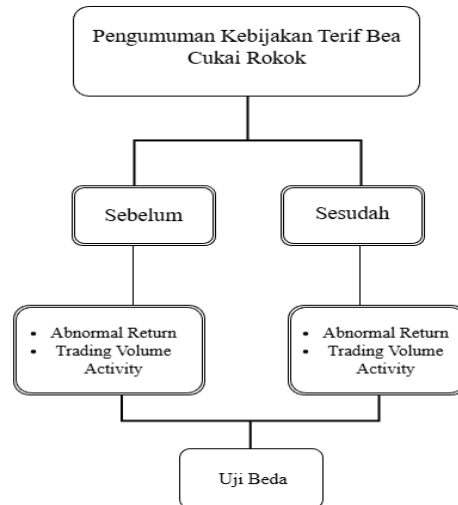
Menurut Eugene Fama, efisiensi pasar terdiri atas tiga bentuk yaitu, efisiensi bentuk lemah, yang mencerminkan informasi historis, efisiensi bentuk semi-kuat yang mencerminkan seluruh informasi public, dan efisiensi bentuk kuat yang mencerminkan seluruh informasi termasuk informasi privat. Dalam konteks penelitian ini, bentuk efisiensi yang relevan adalah efisiensi pasar semi-kuat, karena pengujian dilakukan terhadap informasi publik berupa pengumuman kenaikan tarif cukai rokok oleh pemerintah.

Teori Studi Peristiwa (Event Study)

Studi kejadian (event study) Adalah pendekatan empiris yang dipergunakan sebagai pengukur respon pasar pada saat kejadian (event) yang dianggap memiliki kandungan informasi penting bagi investor. Metode ini awal sekali dikenalkan oleh Fama, Fisher, Jensen, dan Roll (1969) yang menunjukkan bahwa nilai saham akan mengikuti dengan cepat terhadap informasi baru apabila pasar modal berada dalam kondisi efisien. Event study digunakan untuk mengamati pergerakan nilai saham dan kegiatan perdagangan di sekitar tanggal kejadian (event date) untuk menilai apakah peristiwa tersebut mengandung information content yang memengaruhi keputusan investor. Dengan kata lain, event study menilai apakah suatu informasi publik, seperti

kebijakan pemerintah, pengumuman laba, atau kenaikan cukai, benar-benar direspons oleh pasar modal.

KERANGKA PEMIKIRAN



Hipotesis Penelitian

H1: Terdapat respon pasar modal pasca pengumuman kenaikan bea cukai rokok di Indonesia periode 2020–2024, yang tercermin dari perubahan abnormal return, trading volume activity, dan volatilitas harga saham pada perusahaan rokok.

H2 : Terdapat respon pasar modal setelah pengumuman kenaikan bea cukai rokok di Indonesia selama periode 2020–2024, yang tercermin dari perubahan abnormal return, trading volume activity, dan volatilitas harga saham pada perusahaan rokok.

H3a: Terdapat perbedaan signifikan pada abnormal return terdahulu dan setelah edaran naiknya biaya bea cukai rokok.

H3b: Terdapat perbedaan signifikan pada trading volume activity terdahulu dan setelah edaran naiknya biaya bea cukai rokok.

METODE PENELITIAN

Waktu dan Tempat Penelitian

Karya ilmiah ini dilaksanakan di Oktober 2025 hingga Januari 2026 dengan objek perusahaan tembakau yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI), menggunakan data sekunder dari periode 2020 hingga 2024.

Desain penelitian

Mempergunakan metode kuantitatif dengan teknik event study untuk mengkaji gejala pasar pada pengumuman kenaikan tarif cukai rokok. Model yang digunakan adalah Market Adjusted Model karena dinilai efisien dan sesuai untuk mengamati peristiwa rutin yang telah menjadi perhatian publik, tanpa memerlukan periode estimasi yang panjang.

Definisi Variabel Operasional

Kebijakan Tarif Cukai Rokok

Cukai adalah pemasukan negara pada barang tertentu yang berdampak negatif bagi masyarakat, seperti rokok. Pemerintah secara berkala menetapkan tarif cukai rokok dengan mempertimbangkan inflasi, daya beli, target penerimaan negara, dan dinamika industri. Kebijakan ini tidak hanya bertujuan menekan konsumsi, tetapi juga meningkatkan kontribusi fiskal.

Abnormal Return

Abnormal Return merupakan kelebihan atau kekurangan return aktual dibandingkan return yang diperkirakan pada periode terjadinya suatu peristiwa (Pratama & Mutumanikan, 2021). Dalam penelitian ini, expected return dihitung dengan menggunakan

$$R_{it} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

metode market model atau single indeks model.

Dimana, R_{it} merupakan Actual Return perusahaan ke- i pada waktu t , P_t menjelaskan Nilai saham perusahaan ke- i pada waktu t , dan P_{t-1} merupakan Harga saham perusahaan ke- i pada waktu $t-1$.

Trading Volume Activity

Trading Volume Activity (TVA) adalah salah satu faktor yang dipergunakan untuk menganalisis aktivitas saham melalui metode pengamatan tingkat penawaran dan permintaan saham perusahaan.

$$TVA_{it} = \frac{Volume_{it}}{Shares_{it}}$$

Volume_{it} adalah total saham perusahaan i yang diperjual belikan pada waktu t dan Shares_{it} total saham beredar atau *outstanding shares* perusahaan i pada waktu yang sama.

Volatilitas Harga Saham

Volatilitas Harga saham adalah ukuran fluktuasi Nilai saham pada waktu tertentu yang menggambarkan tingkat kerugian dan ketidakpastian pasar. Semakin tinggi volatilitas, semakin besar potensi perubahan harga, baik naik maupun turun.

$$\sigma_i = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^n (R_{it} - R_i)^2}{n - 1}}$$

Metode Pengumpulan Data

Data dikumpulkan melalui teknik dokumentasi dengan memanfaatkan data sekunder yang meliputi harga saham harian, indeks harga saham gabungan (IHSG), volume perdagangan, jumlah saham beredar, serta tanggal pengumuman kebijakan tarif cukai rokok selama periode 2020–2024.

Penentuan Event Window

Karya ilmiah ini mempergunakan event window selama 11 hari, yaitu dari $t-5$ hingga $t+5$, dengan $t = 0$ sebagai tanggal pengumuman kenaikan tarif cukai rokok.

Jenis Data

Data yang dipergunakan merupakan data sekunder, diambil dengan cara tidak langsung melalui acuan legal yaitu Bursa Efek Indonesia serta media ekonomi daring. Data mencakup tanggal pengumuman kebijakan cukai, harga penutupan saham harian, IHSG harian, serta total out standing share pada emiten tembakau saat waktu pengamatan.

Populasi dan Sampel

Populasi pada karya ilmiah adalah mencakup keseluruhan korporet rokok yang terbuka dan tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama tahun 2020–2024. Berdasarkan kriteria tersebut, terdapat lima perusahaan yang termasuk dalam populasi, yaitu PT Bentoel International Investama Tbk (RMBA), PT Gudang Garam Tbk (GGRM), PT Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk (HMSP), PT Indonesian Tobacco Tbk (ITIC), dan PT Wismilak Inti Makmur Tbk (WIIM). Pemilihan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling*, yaitu teknik penarikan contoh bersumber pada pertimbangan khusus yang ingin dicapai dari penelitian. Adapun kriteria yang digunakan meliputi: (1) Emiten rokok yang secara konsisten tercatat di BEI selama periode 2020–2024, (2) mempunyai informasi historis nilai saham dan kuantitas perdagangan yang lengkap dalam periode pengamatan, dan (3) termasuk dalam kategori emiten rokok besar dengan pengaruh signifikan terhadap pasar modal Indonesia.

Metode Analisis Data

Penelitian ini menerapkan beberapa teknik analisis statistik. Pertama, statistik deskriptif digunakan untuk memberikan gambaran umum mengenai karakteristik data melalui ukuran pemusatan dan penyebaran seperti rata-rata, median, dan standar deviasi. Kedua, dilakukan uji asumsi klasik, khususnya uji normalitas dengan metode Shapiro-Wilk, untuk memastikan apakah data berdistribusi normal. Data dinyatakan berdistribusi normal apabila nilai signifikansi yang diperoleh lebih besar dari 0,05, maka data dianggap berdistribusi normal.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Uji Statistik Deskriptif.

Analisis deskriptif dimanfaatkan untuk merangkum statistik –statistik utama dari data mencakup nilai minimum, maximum, rata –rata (mean) serta simpangan baku.

Uji Analisis Statistik Deskriptif					Uji Analisis Statistik Deskriptif				
Periode	Min	Max	Mean	Standar Deviasi	Periode	Min	Max	Mean	Standar Deviasi
AAR sb 2020	-0.0493	0.0481	0.0042	0.0363	AAR sb 2021	-0.0313	0.3952	0.1868	0.1748
AAR st 2020	-0.0495	0.0524	0.0027	0.0352	AAR st 2021	-0.0800	0.3867	0.1591	0.1904
ATVA sb 2020	0.0003	0.0007	0.0005	0.0003	ATVA sb 2021	0.0007	0.0039	0.0020	0.0011
ATVA st 2020	0.0002	0.0005	0.0004	0.0002	ATVA st 2021	0.0008	0.0109	0.0031	0.0032
AVS sb 2020	0.0199	0.0199	0.0199	0.0000	AVS sb 2021	0.0276	0.0444	0.0360	0.0119
AVS st 2020	0.0112	0.0235	0.0173	0.0087	AVS st 2021	0.0141	0.0169	0.0155	0.0020
Sumber: BEI. Data diolah oleh penulis dengan spss 26					Sumber: BEI. Data diolah oleh penulis dengan spss 26				

Uji Analisis Statistik Deskriptif					Uji Analisis Statistik Deskriptif				
Periode	MIN	MAX	Mean	Standar Deviasi	Periode	Min	Max	Mean	Standar Deviasi
AAR sb 2022	0.0162	0.0545	0.0351	0.0107	AAR sb 2023	-0.0250	0.0812	0.0206	0.0314
AAR st 2022	0.0119	0.0411	0.0310	0.0086	AAR st 2023	-0.0041	0.0812	0.0246	0.0252
ATVA sb 2022	0.0001	0.0002	0.0001	0.0001	ATVA sb 2023	0.0002	0.0013	0.0006	0.0003
ATVA st 2022	0.0001	0.0008	0.0003	0.0002	ATVA st 2023	0.0000	0.0009	0.0004	0.0003
AVS sb 2022	0.0110	0.0170	0.0140	0.0043	AVS sb 2023	0.0234	0.0287	0.0260	0.0038
AVS st 2022	0.0063	0.0125	0.0094	0.0044	AVS st 2023	0.0167	0.0244	0.0206	0.0054
Sumber: BEI. Data diolah oleh penulis dengan spss 26					Sumber: BEI. Data diolah oleh penulis dengan spss 26				

Hasil analisis statistik deskriptif menunjukkan bahwa pengumuman kenaikan tarif cukai rokok berdampak terhadap dinamika perilaku pasar, tercermin dari perubahan abnormal return, aktivitas volume perdagangan, dan volatilitas harga saham. Respons pasar yang bervariasi setiap tahun mencerminkan pengaruh substansi kebijakan, ekspektasi investor, serta kondisi ekonomi makro saat pengumuman. Khususnya, kebijakan multi-year yang diumumkan pada 2022 menunjukkan implikasi jangka panjang hingga 2024, sehingga analisis untuk tahun-tahun tersebut tidak dilakukan secara terpisah.

Uji Normalitas

Reaksi Pasar Modal Sebelum dan Sesudah Pengumuman Kebijakan Cukai Rokok : Studi Pada Abnormal Return, Trading Volume Activity, dan Volatilitas Harga Saham Emiten Tembakau 2020-2024

		Test Of Normality		
		Shapiro Wilk Sig.		
AR 2020	Sebelum	.283		Normal
	Sesudah	.105		Normal
AR 2021	Sebelum	.039		Tidak normal
	Sesudah	.013		Tidak normal
AR 2022	Sebelum	.912		Normal
	Sesudah	.286		Normal
AR 2023	Sebelum	.765		Normal
	Sesudah	.568		Normal

Sumber: BEI. Data diolah oleh penulis dengan spss 26

pengujian hipotesis terkait Abnormal Return tahun 2020, 2022, dan 2023, digunakan metode statistik parametrik, yaitu Paired Sample t-test, karena data berdistribusi normal.

		Test of Normality		
		Shapiro Wilk Sig.		Keterangan
TVA 2020	Sebelum	.126		Normal
	Sesudah	.072		Normal
TVA 2021	Sebelum	.696		Normal
	Sesudah	.001		Tidak Normal
TVA 2022	Sebelum	.138		Normal
	Sesudah	.007		Tidak Normal
TVA 2023	Sebelum	.341		Normal
	Sesudah	.227		Normal

Sumber: BEI. Data diolah oleh penulis dengan spss 26

Adapun untuk TVA tahun 2021, karena hanya sebagian data yang memenuhi asumsi normalitas, maka pengujian dilakukan menggunakan uji non-parametrik guna menjaga konsistensi dan validitas analisis.

Uji Hipotesis

Dalam pengujian hipotesis data dikelompokkan menjadi dua kategori, yaitu rata-rata abnormal return dan trading volume activity sebelum dan sesudah pengumuman kenaikan tarif cukai rokok. Adapun hasil pengujian dari hipotesis disajikan sebagai berikut :

		Paired Samples Test		
		T	Sig. (2-tailed)	Keterangan
Pair 1	AAR Sebelum 2020	-.588	.571	Tidak Terdapat Perbedaan
	AAR Sesudah 2020			
Pair 2	AAR Sebelum 2022	1.190	.264	Tidak Terdapat Perbedaan
	AAR Sesudah 2022			
Pair 3	AAR Sebelum 2023	.116	.910	Tidak Terdapat Perbedaan
	AAR Sesudah 2023			

Sumber: Data diolah oleh penulis dengan spss 2026

		Test Statistic		Keterangan
AAR Sebelum 2021	Z	-.866 ^b		Tidak Terdapat Perbedaan
AAR Sesudah 2021	Asymp. Sig. (2-tailed)	.386		

Sumber: Data diolah oleh penulis dengan spss 26

Pengujian *paired sample t-test* menunjukkan bahwa pada tahun 2020 ($t = 0,588$; sig. = $0,571$), tahun 2022 ($t = 1,190$; sig. = $0,264$), dan tahun 2023 ($t = 0,116$; sig. = $0,910$), seluruh nilai signifikansi berada di atas ambang batas $0,05$. Sementara itu, untuk tahun 2021, pengujian menggunakan uji Wilcoxon menghasilkan nilai Z sebesar $-0,866$ dengan signifikansi $0,386$. Dengan demikian, secara keseluruhan, pasar tidak menunjukkan respons yang berarti terhadap pengumuman kebijakan cukai rokok dalam jangka pendek.

PEMBAHASAN

. Terdapat reaksi pasar modal sebelum pengumuman kenaikan tarif cukai rokok di Indonesia.

1. Abnormal Return

Rata-rata abnormal return sebelum pengumuman tarif cukai rokok cenderung kecil dan tidak konsisten antarperiode, menunjukkan bahwa pasar belum sepenuhnya mengantisipasi risiko kebijakan tersebut. Hal ini sejalan dengan teori efisiensi pasar bentuk semi-kuat (Fama, 1970), yang menyatakan bahwa harga saham baru bereaksi setelah informasi publik diumumkan secara resmi. Temuan abnormal return positif juga dapat dijelaskan melalui teori sinyal, di mana pengumuman kebijakan cukai dipersepsikan sebagai sinyal bahwa perusahaan rokok mampu melakukan *cost pass-through* kepada konsumen melalui kenaikan harga jual, sehingga profitabilitas tetap terjaga.

2. Trading Volume Activity

TVA mencerminkan intensitas aktivitas perdagangan saham sebagai respons investor terhadap informasi kebijakan. Selama periode pengumuman kenaikan tarif cukai rokok, terjadi aktivitas perdagangan yang bervariasi antarperiode. Sebelum pengumuman, aktivitas cenderung rendah karena investor bersikap *wait and see* untuk menghindari risiko akibat informasi yang belum lengkap. Penelitian Fikri & Prihatingtias (2024) mendukung temuan ini, menyatakan bahwa kebijakan cukai mendorong peningkatan transaksi saham emiten rokok (Fikri & Yenedy Widya Prihatingtias, 2024).

Volatilitas Harga Saham

Volatilitas mencerminkan tingkat fluktuasi harga saham dalam periode tertentu dan digunakan untuk mengukur respons investor terhadap informasi baru. Berdasarkan *Economic Uncertainty Theory*, kebijakan makroekonomi seperti kenaikan tarif cukai rokok dapat meningkatkan ketidakpastian pasar, yang tercermin dalam naiknya volatilitas harga saham.

Sebelum pengumuman, volatilitas saham cenderung terkendali, menunjukkan bahwa risiko kebijakan belum sepenuhnya tercermin dalam harga. Temuan ini sejalan dengan penelitian Laila et al. (2023), yang menyatakan bahwa variabel makroekonomi berpengaruh terhadap volatilitas return saham, baik di pasar konvensional maupun syariah. (Laila et al., 2023)

3. Perbedaan Abnormal Return Sebelum dan Sesudah Pengumuman Kebijakan Cukai Rokok.

Penelitian ini menganalisis perbedaan abnormal return (AR) sebelum dan sesudah pengumuman kenaikan tarif cukai rokok selama periode 2020–2024, dengan event window selama 11 hari. Hasil uji statistik menunjukkan bahwa nilai $p\text{-value} > 0,05$ dan $t_{hitung} < t_{tabel}$ pada seluruh tahun pengamatan, sehingga hipotesis H3a tidak didukung secara statistik. Artinya, tidak terdapat perbedaan signifikan antara AR sebelum dan sesudah pengumuman, yang mengindikasikan bahwa informasi kebijakan tidak mengandung *information content* yang cukup kuat untuk memicu reaksi pasar.

Hasil ini konsisten dengan penelitian Laili (2016) dan Astriawati (2023), yang juga menemukan bahwa pengumuman kenaikan tarif cukai rokok tidak menimbulkan perbedaan signifikan pada AR. Penjelasan yang diberikan adalah bahwa informasi tersebut telah diprediksi dan diantisipasi oleh pasar. (Laili, 2016) (Astriawati et al., 2023) Namun, hasil ini berbeda dengan temuan Hansel et al. (2021), yang menemukan adanya perbedaan signifikan pada AR sebelum dan sesudah pengumuman, menunjukkan bahwa reaksi pasar dapat bersifat kontekstual tergantung pada isi kebijakan dan kondisi pasar saat itu. (Hansel et al., 2021)

4. Perbedaan Trading Volume Activity Sebelum dan Sesudah Pengumuman Kebijakan Cukai Rokok.

Penelitian ini menganalisis perbedaan TVA dalam event window 11 hari selama periode 2020–2024. Hasil uji statistik menunjukkan bahwa pada tahun 2020, 2021, dan 2023, nilai $p\text{-value} > 0,05$ dan $t_{hitung} < t_{tabel}$, sehingga hipotesis H3b tidak didukung. Artinya, tidak terdapat perbedaan signifikan antara TVA sebelum dan sesudah pengumuman. Hal ini mengindikasikan bahwa aktivitas perdagangan tidak berubah secara berarti karena pengumuman kebijakan telah diprediksi sebelumnya oleh pasar, sejalan dengan fenomena *pre-announcement effect*. Temuan ini mendukung *signaling theory* dan teori pasar efisien bentuk semi-kuat (Fama, 1970), yang menyatakan bahwa pasar hanya bereaksi terhadap informasi yang dianggap baru dan relevan.

Penelitian Astriawati et al. (2023) dan Hansel et al. (2021) juga menunjukkan tidak adanya perbedaan signifikan pada TVA, yang disebabkan oleh sikap hati-hati investor dan stabilitas fundamental emiten rokok. (Astriawati et al., 2023)(Hansel et al., 2021).

Namun, pada tahun 2022, hasil uji menunjukkan $p\text{-value} < 0,05$, sehingga H3b didukung secara statistik. Ini menunjukkan adanya perbedaan signifikan antara TVA sebelum dan sesudah pengumuman. Hal ini mengindikasikan bahwa kebijakan cukai tahun 2022 mengandung unsur kejutan atau dinilai berdampak besar terhadap prospek industri, sehingga memicu reaksi pasar yang lebih kuat. Temuan ini sejalan dengan penelitian Krisdwianto (2019) dan Mila Amalia (n.d.), yang menunjukkan bahwa kebijakan fiskal tertentu dapat memicu reaksi signifikan pada volume perdagangan saham, mencerminkan kondisi pasar yang efisien dalam bentuk semi-kuat. (Krisdwianto, 2019)(Mila Amalia, n.d.)

DAFTAR PUSTAKA

- Akbar Tanjung, & M. Khusnul Mubarak. (2025). Dampak yang Mempengaruhi Kinerja Saham Perusahaan Rokok pada Kenaikan Tarif Cukai. *Al-Ubudiyah: Jurnal Pendidikan Dan Studi Islam*, 6(1), 243–251. <https://doi.org/10.55623/au.v6i1.418>
- Anggraeni, D. (2024). *PENGARUH KEBIJAKAN DIVIDEN, EARNING VOLATILITY DAN VOLUME PERDAGANGAN TERHADAP VOLATILITAS HARGA SAHAM*. 4(1), 9–15.
- Astriawati, Karuniana Dianta A. Sebayang, & Dicky Iranto. (2023). Analisis Reaksi Pasar Modal Sebelum Dan Sesudah Pengumuman Tarif Cukai. *Jurnal Ekonomi*, 28(3), 445–468. <https://doi.org/10.24912/je.v28i3.1866>
- Collins, S. P., Storrow, A., Liu, D., Jenkins, C. A., Miller, K. F., Kampe, C., & Butler, J. (2021). *TEORI PORTOFOLIO & ANALISIS INVESTASI*.
- Dini, Puput, I., & Siti, J. (2024). Peran Pasar Modal dalam Pertumbuhan Ekonomi di Indonesia. *Moneter : Jurnal Ekonomi Dan Keuangan*, 3(1), 74–89.
- Fama, E. f. (1970). “Efficient Market: A Review Of Theory And Empirical Work.” *Journal of Finance*, 25 (2), 383-417. <https://doi.org/10.2307/2325486>.
- Fikri, R., & Yeney Widya Prihatingtias. (2024). *Reaksi 01.10.2024*. 3(4), 870–890.
- Hansel, M., Prajogo, T., & Suganda, T. (2021). The Announcement of an Increase in Cigarette Excise Rates and Its Implication Towards Indonesia Capital Market. *Proceedings of the 7th Regional Accounting Conference (KRA 2020)*, 173(Kra 2020), 25–31.

Reaksi Pasar Modal Sebelum dan Sesudah Pengumuman Kebijakan Cukai Rokok : Studi Pada Abnormal Return, Trading Volume Activity, dan Volatilitas Harga Saham Emiten Tembakau 2020-2024

<https://doi.org/10.2991/aebmr.k.210416.004>

Hartono, J. (2017). *Teori portofolio dan analisis investasi* (11th ed.). Yogyakarta :BPFE.

Krisdwianto, B. B. (2019). *Pengaruh pmk nomor 152 pmk.010/2019 tentang cukai hasil tembakau terhadap minat investasi masyarakat*. 15(2).

Laila, L. Z., Mauluddi, H. A., & Pakpahan, R. (2023). *Pengaruh Ekonomi Makro terhadap Volatilitas Return Indeks Saham Konvensional dan Syariah The effect of macroeconomic variables on return volatility of conventional and sharia*. 3(3), 516–530.

Laili, D. I. (2016). *ABNORMAL RETURN DAN TRADING VOLUME ACTIVITY SEBELUM DAN SESUDAH PENGUMUMAN KENAIKAN CUKAI ROKOK PERIODE 2016 (STUDY KASUS PADA INDUSTRI ROKOK YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA) 2016*.

Made, N., Mirah, A., Noviari, N., Study, E., Pemerintah, R., & Kebijakan, P. (n.d.). *Reaksi Pasar Modal terhadap Pengumuman Kebijakan Insentif Pajak Penjualan atas Barang Mewah*. 302–310. <https://doi.org/10.24843/EJA.2023.v33.i02.p02>

Mila Amalia. (n.d.). *Pengaruh Peristiwa Kenaikan Tarif Cukai Hasil Tembakau (CHT) Terhadap Reaksi Pasar Modal Indonesia (Studi pada Saham Industri Rokok yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)*.

Muthia, A. (2024). *ABNORMAL RETURN DAN VOLUME PERDAGANGAN SAHAM ATAS PERISTIWA BOIKOT PADA PERUSAHAAN YANG TERAFILIASI DENGAN ISRAEL*