
Academia Open



By Universitas Muhammadiyah Sidoarjo

Table Of Contents

Journal Cover 1
Author[s] Statement..... 3
Editorial Team 4
Article information 5
 Check this article update (crossmark) 5
 Check this article impact 5
 Cite this article..... 5
Title page..... 6
 Article Title 6
 Author information 6
 Abstract 6
Article content..... 8

Originality Statement

The author[s] declare that this article is their own work and to the best of their knowledge it contains no materials previously published or written by another person, or substantial proportions of material which have been accepted for the published of any other published materials, except where due acknowledgement is made in the article. Any contribution made to the research by others, with whom author[s] have work, is explicitly acknowledged in the article.

Conflict of Interest Statement

The author[s] declare that this article was conducted in the absence of any commercial or financial relationships that could be construed as a potential conflict of interest.

Copyright Statement

Copyright © Author(s). This article is published under the Creative Commons Attribution (CC BY 4.0) licence. Anyone may reproduce, distribute, translate and create derivative works of this article (for both commercial and non-commercial purposes), subject to full attribution to the original publication and authors. The full terms of this licence may be seen at <http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/legalcode>

Academia Open

Vol. 11 No. 1 (2026): June
DOI: 10.21070/acopen.11.2026.14509

EDITORIAL TEAM

Editor in Chief

Mochammad Tanzil Multazam, Universitas Muhammadiyah Sidoarjo, Indonesia

Managing Editor

Bobur Sobirov, Samarkand Institute of Economics and Service, Uzbekistan

Editors

Fika Megawati, Universitas Muhammadiyah Sidoarjo, Indonesia

Mahardika Darmawan Kusuma Wardana, Universitas Muhammadiyah Sidoarjo, Indonesia

Wiwit Wahyu Wijayanti, Universitas Muhammadiyah Sidoarjo, Indonesia

Farkhod Abdurakhmonov, Silk Road International Tourism University, Uzbekistan

Dr. Hindarto, Universitas Muhammadiyah Sidoarjo, Indonesia

Evi Rinata, Universitas Muhammadiyah Sidoarjo, Indonesia

M Faisal Amir, Universitas Muhammadiyah Sidoarjo, Indonesia

Dr. Hana Catur Wahyuni, Universitas Muhammadiyah Sidoarjo, Indonesia

Complete list of editorial team ([link](#))

Complete list of indexing services for this journal ([link](#))

How to submit to this journal ([link](#))

Academia Open

Vol. 11 No. 1 (2026): June
DOI: 10.21070/acopen.11.2026.14509

Article information

Check this article update (crossmark)



Check this article impact (*)



Save this article to Mendeley



(*) Time for indexing process is various, depends on indexing database platform

The Stock Market's Reaction to Information on the 2025 Tobacco Excise Tax Policy: An Event Study of Cigarette Issuers on the Indonesia Stock Exchange: Reaksi Pasar Modal Terhadap Informasi Kebijakan Tarif Cukai Hasil Tembakau Tahun 2025 : Studi Peristiwa pada Emiten Rokok di Bursa Efek Indonesia

M.Rizki Fajri, rizkifajri@polinela.ac.id (*)

Program Studi Akuntansi Perpajakan Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Politeknik Negeri Lampung, Indonesia

Indriyani Indriyani, indriyani@polinela.ac.id

Program Studi Akuntansi Perpajakan Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Politeknik Negeri Lampung, Indonesia

Umarudin Kurniawan, umarkurniawan@polinela.ac.id

Program Studi Akuntansi Perpajakan Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Politeknik Negeri Lampung, Indonesia

(*) Corresponding author

Abstract

General Background: Capital markets respond to public policy information because investors use regulatory signals to reassess listed firms' prospects and trading decisions. **Specific Background:** The 2025 tobacco excise policy announced no increase in tobacco excise tariffs after several years of tariff increases, while also introducing retail price adjustment provisions for tobacco products. **Knowledge Gap:** Previous studies on tobacco excise policy and stock market reactions have produced inconsistent findings, especially regarding abnormal return and trading volume responses around excise-related announcements. **Aims:** This study aimed to analyze capital market reactions to the announcement of the 2025 tobacco excise tariff policy using an event study approach. **Results:** The study used an 11-trading-day event window from five days before to five days after the announcement date. Average Abnormal Return and Trading Volume Activity were used as market reaction indicators. The findings show statistically significant abnormal returns during the observation period, but no significant difference in Average Abnormal Return before and after the announcement. Trading Volume Activity showed significant changes, especially after the announcement, indicating that market reaction appeared more clearly through trading activity than through stock price changes. **Novelty:** This study examines a no-increase tobacco excise tariff event combined with retail price adjustment policy after a prolonged tariff increase trend. **Implications:** The findings support semi-strong market efficiency interpretation and suggest that investors may have anticipated the information before official announcement.

Highlights:

- Abnormal returns appeared during the observation window.
- Price-based comparison showed no significant pre-post difference.
- Share turnover changed significantly after policy disclosure.

Keywords: Stock Market Reactions, Event Studies, Abnormal Returns, Trading Volume Activity, Tobacco Tax

Published date: 2026-06-23

Pendahuluan

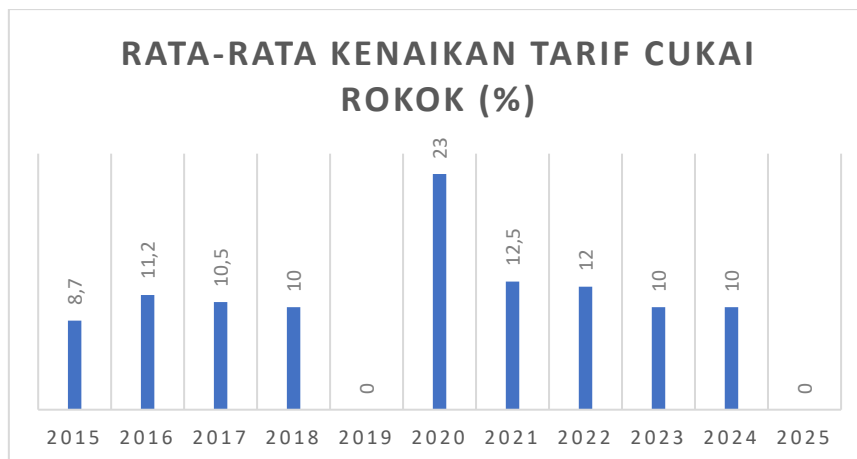
Pasar modal memegang peranan vital dalam arsitektur ekonomi modern, berfungsi sebagai wahana strategis yang memfasilitasi pertemuan antara pihak yang memiliki kelebihan dana dengan pihak yang membutuhkan dana [1]. Di Indonesia, Bursa Efek Indonesia (BEI) menjadi barometer kesehatan ekonomi dan sentimen investasi, di mana pergerakan harga saham mencerminkan ekspektasi investor terhadap kinerja perusahaan di masa depan. Dalam paradigma pasar modal yang efisien, harga saham tidak bergerak secara acak, melainkan bereaksi terhadap arus informasi yang masuk, baik yang bersifat fundamental mikro perusahaan maupun kebijakan makroekonomi yang ditetapkan oleh pemerintah. Salah satu sektor industri yang memiliki sensitivitas tinggi terhadap intervensi regulasi pemerintah adalah industri barang konsumsi, khususnya sub-sektor rokok atau hasil tembakau.

Industri hasil tembakau (IHT) merupakan salah satu sektor industri strategis yang memiliki peranan penting dalam perekonomian Indonesia. Di satu sisi, produk tembakau merupakan barang kena cukai yang konsumsinya perlu dikendalikan karena dampak negatifnya terhadap kesehatan masyarakat dan lingkungan, di sisi lain sektor ini menyumbang kontribusi yang besar terhadap ketersediaan lapangan kerja, dilansir dari artikel jelahekonomi.kontan.co.id industri hasil tembakau menyumbang lebih dari 5,98 Juta lapangan pekerjaan, mulai dari petani, pekerja pabrik, distributor sampai retail. Dari sisi penerimaan negara cukai hasil tembakau (CHT) memiliki kontribusi yang besar terhadap penerimaan negara, CHT merupakan *backbone* penerimaan cukai negara, berkontribusi >95% selama periode 2015-2024. CHT rata rata menyumbang 177,16 T per tahun selama periode 2015-2024 dan terus meningkat setiap tahunnya. Hal ini tentu memiliki dampak positif pada penerimaan negara.



Gambar 1. Realisasi Cukai Hasil Tembakau

Dinamika regulasi Cukai Hasil Tembakau (CHT) dalam periode 2015 hingga 2024, menunjukkan tren kebijakan fiskal yang kontradiktif bagi pelaku industri hasil tembakau. Pemerintah, dengan tujuan ganda untuk mengendalikan jumlah konsumsi rokok dan mengamankan target penerimaan negara, secara konsisten menaikkan tarif CHT. Catatan historis menunjukkan bahwa pada periode 2015 sampai 2025, rata-rata kenaikan tarif cukai mencapai angka 9,8% per tahun. Dan hanya pada tahun 2019 dan 2025 tidak ada kenaikan tarif hasil cukai tembakau (CHT)



Gambar 2. Rata-rata kenaikan tarif cukai rokok di Indonesia

Rangkaian kenaikan tarif cukai yang berlangsung selama lima tahun berturut-turut ini memberikan tekanan yang signifikan pada industri rokok, kenaikan tarif secara langsung menggerus margin laba perusahaan dalam 5 tahun terakhir (2020-2024) laba bersih perusahaan rokok yang terdaftar di BEI mengalami fluktuasi dan diakhir tahun 2024 mengalami penurunan yang cukup besar, kebijakan kenaikan tarif cukai menyebabkan perusahaan rokok harus menaikkan harga jual rokok ke konsumen hal ini tentu membuat daya beli masyarakat menurun, ditambah lagi fenomena *downtrading* di kalangan konsumen rokok dan maraknya rokok ilegal di Indonesia yang menawarkan harga lebih murah dibandingkan rokok legal menambah tekanan pada perusahaan rokok di Indonesia. Menurut [2] terjadi fenomena *downtrading* di kalangan konsumen rokok, di mana konsumen beralih dari rokok golongan I (mahal) ke rokok golongan II atau III (lebih murah) yang memiliki tarif cukai lebih rendah.

Nama Perusahaan	Laba Bersih (dalam jutaan rupiah)				
	2020	2021	2022	2023	2024
PT. Gudang Garam Tbk	7.647.725	5.605.315	2.779.739	5.324.514	980.805
PT. Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk	8.581.378	7.137.097	6.323.744	8.096.811	6.645.774
PT. Wismilak Inti Makmur Tbk	172.250	176.668	249.332	494.313	298.682
PT. Indonesian Tobacco Tbk	6.120	18.368	23.952	26.963	21.241

Gambar 3. Laba Bersih Perusahaan Rokok

Namun pada akhir Desember 2024 Kementerian Keuangan menerbitkan kebijakan penting melalui Peraturan Menteri Keuangan (PMK) No. 96 Tahun 2024 yang mengatur tentang tarif cukai hasil tembakau berupa rokok elektrik dan hasil pengolahan tembakau lainnya (HPTL) dan Peraturan Menteri Keuangan (PMK) No. 97 tahun 2024 yang mengatur tentang tarif cukai hasil tembakau berupa sigaret, cerutu, rokok daun atau klobot dan tembakau iris, dalam dua PMK tersebut pemerintah mengatur bahwa pada tahun 2025 tidak ada kenaikan terhadap tarif cukai hasil tembakau (CHT) yang mana kebijakan ini memutus tren kenaikan tarif cukai selama 4 tahun terakhir, akan tetapi dalam dua regulasi tersebut Kementerian Keuangan menetapkan adanya kenaikan Harga Jual Eceran (HJE) untuk produk tembakau yang bertujuan untuk Upaya pencegahan fenomena peralihan konsumsi ke rokok dengan harga yang lebih murah (*downtrading*), Menjaga keberlangsungan industri hasil tembakau, optimalisasi pengawasan pita cukai, dan pengendalian konsumsi tembakau untuk peningkatan kualitas kesehatan masyarakat.

Informasi tidak adanya kenaikan cukai untuk tahun 2025 dan kenaikan harga jual eceran yang terkandung pada PMK 96 Tahun 2024 & PMK 97 Tahun 2024 tentu akan memberikan dampak terhadap industri hasil tembakau, tidak terkecuali harga saham Perusahaan tembakau yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Bagi pelaku pasar modal, informasi mengenai tidak adanya kenaikan cukai tahun 2025 ini merupakan sebuah informasi material yang mengandung nilai strategis. Dalam teori *Efficient Market Hypothesis* (EMH) yang dikemukakan oleh [3] pasar yang efisien akan segera menyesuaikan harga sekuritas sebagai respons terhadap informasi yang masuk. Pengumuman pembatalan kenaikan cukai dapat dikategorikan sebagai *good news* atau sinyal positif bagi emiten rokok. Hal ini dikarenakan kebijakan tersebut menghilangkan risiko kenaikan beban biaya regulasi di tahun mendatang, memberikan ruang bagi perusahaan untuk memulihkan margin keuntungan, dan menjaga stabilitas volume penjualan dari ancaman *downtrading*. Teori Sinyal (*Signaling Theory*) yang dikemukakan oleh Spence (1973) juga relevan dalam konteks ini. Kebijakan pemerintah berfungsi sebagai sinyal kepada investor mengenai prospek iklim usaha di masa depan, Jika selama periode 2020-2024 pengumuman cukai selalu menjadi sinyal negatif (*bad news*) yang memicu koreksi harga saham, maka pengumuman kebijakan tahun 2025 ini berpotensi menjadi titik balik (*turning point*) sentimen investor.

Beberapa Temuan pada Penelitian Sebelumnya terkait pengaruh kebijakan cukai rokok terhadap harga saham memiliki hasil yang tidak konsisten, Beberapa Penelitian terdahulu yang menjadi referensi penelitian ini seperti yang dilakukan oleh [4] meneliti dampak dari pengumuman kenaikan tarif cukai pada tahun 2023 berdampak negatif signifikan terhadap kinerja saham perusahaan rokok dengan intensitas berbeda berdasarkan ukuran perusahaan. Penelitian [5] menginvestigasi apakah terdapat perbedaan harga, return realisasi harian, serta frekuensi dan volume perdagangan saham perusahaan rokok *go public* antara sebelum, saat, dan sesudah adanya pengumuman kebijakan kenaikan tarif cukai hasil tembakau (CHT) tahun 2023 yang diumumkan pada tanggal 3 November 2022, Hasilnya tidak ditemukan adanya perbedaan yang signifikan pada keempat variabel yang diteliti tersebut, baik antara sebelum dan saat, saat dan sesudah, serta sebelum dan sesudah adanya pengumuman kebijakan kenaikan tarif cukai hasil tembakau tersebut. Ini artinya pasar memiliki efisiensi bentuk lemah atau dapat dikatakan juga kondisi pasar tidaklah efisien. [6] Menemukan adanya perbedaan negatif pada *Abnormal return* saham Perusahaan Tembakau di Bursa Efek Indonesia pada 2020 dan 2022, namun tidak pada tahun 2021. Sama halnya dengan penelitian [7] menemukan kebijakan menaikkan cukai tembakau mempengaruhi secara signifikan reaksi pasar modal terhadap Perusahaan rokok, Penelitian [8] menemukan Kebijakan cukai berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja keuangan, yang berimbas negatif pada harga saham, Penelitian [9] juga menemukan

kenaikan tarif cukai memiliki pengaruh terhadap harga saham industri tembakau di Bursa Efek Indonesia (BEI). Penelitian yang dilakukan [4] meneliti dampak dari pengumuman kenaikan tarif cukai pada tahun 2023 berdampak negatif signifikan terhadap kinerja saham perusahaan rokok dengan intensitas berbeda berdasarkan ukuran perusahaan.

Pengumuman bahwa tarif cukai hasil tembakau tidak akan dinaikkan pada tahun 2025 dapat diartikan sebagai suatu sinyal positif, mengingat sebelumnya setiap kenaikan cukai berdampak pada tekanan terhadap margin keuntungan dan permintaan konsumen. Namun, adanya kenaikan harga jual eceran (HJE) tetap menyisakan ketidakpastian, terutama terkait potensi strategi pricing dan dampaknya terhadap volume penjualan. Dalam situasi demikian, pasar modal akan merespon informasi secara cepat dan merefleksikannya melalui perubahan harga saham.

Berdasarkan latar belakang tersebut, rumusan masalah dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Apakah terdapat perbedaan *Average Abnormal Return* (AAR) saham perusahaan rokok antara periode sebelum dan sesudah pengumuman informasi tidak adanya kenaikan cukai rokok tahun 2025?
2. Apakah terdapat perbedaan *Average Trading Volume Activity* (TVA) saham perusahaan rokok antara periode sebelum dan sesudah pengumuman informasi tidak adanya kenaikan cukai rokok tahun 2025?

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh pengumuman PMK No. 96 dan 97 Tahun 2024 terhadap harga saham perusahaan tembakau yang terdaftar di BEI, dengan menggunakan metode *event study*. Studi ini secara khusus akan mengukur *Abnormal Return* (AR) dan *Trading Volume Activity* (TVA) sebagai indikator dari reaksi pasar.

Penelitian ini mengandung kebaruan yang terletak pada konteks peristiwa yang diteliti: ketiadaan kenaikan tarif cukai pada tahun 2025 setelah tren naik selama lima tahun berturut-turut, yang dikombinasikan dengan kebijakan penyesuaian HJE, sehingga penting untuk dikaji lebih lanjut. Dengan menggunakan pendekatan empiris berbasis data harga saham harian dan perhitungan *abnormal return* dan *Trading Volume Activity*, hasil penelitian ini diharapkan memberikan kontribusi teoritis dan praktis bagi regulator, investor, serta akademisi di bidang keuangan dan perpajakan.

Kajian Teori

A. Teori Sinyal

Teori sinyal (*Signaling Theory*) yang diperkenalkan pertama kali oleh [10] adalah teori yang menjelaskan tentang bagaimana pihak dalam suatu organisasi (manajemen perusahaan) memberikan "isyarat" atau informasi relevan (melalui laporan keuangan, dividen, dll.) untuk mengurangi ketidakseimbangan informasi (*information asymmetry*) di mana satu pihak memiliki informasi lebih baik daripada pihak lain, dengan pihak eksternal (investor, kreditor), sehingga membantu mereka dalam pengambilan keputusan investasi, dengan harapan sinyal positif akan meningkatkan nilai perusahaan.

Pada saat suatu informasi diumumkan, pelaku pasar akan menginterpretasikan dan menganalisis informasi tersebut apakah informasi tersebut merupakan *good news* atau *bad news* dan kemudian mengambil keputusan sesuai dengan informasi yang diterima.

Sinyal Positif (*Good News*): Informasi yang mengindikasikan prospek cerah atau peningkatan nilai perusahaan. Dalam konteks penelitian ini, pengumuman tidak adanya kenaikan cukai tahun 2025 dapat dikategorikan sebagai *good news*. Hal ini karena kebijakan tersebut mengurangi tekanan biaya, potensi meningkatkan margin laba, dan menjaga volume penjualan dari penurunan lebih lanjut. Investor diharapkan merespons sinyal ini dengan melakukan pembelian saham, yang akan mendorong kenaikan harga dan menciptakan abnormal return positif.

Sinyal Negatif (*Bad News*): Informasi yang mengindikasikan penurunan prospek atau peningkatan risiko. Kenaikan tarif cukai yang agresif pada tahun-tahun sebelumnya (2020-2024) adalah contoh *bad news* yang direspon negatif oleh pasar karena berpotensi menggerus laba perusahaan.

B. Teori Efisiensi Pasar

Konsep efisiensi pasar modal pertama kali dipopulerkan oleh [3]. Hipotesis Pasar Efisien atau *Efficient Market Hypothesis* (EMH) menyatakan bahwa harga saham yang terbentuk di pasar merupakan cerminan dari seluruh informasi yang tersedia (*stock prices reflect all available information*). Konsep dasar pasar efisien menggambarkan bagaimana pasar merespon setiap informasi yang masuk dan bagaimana informasi tersebut selanjutnya mempengaruhi harga sekuritas menuju harga keseimbangan yang baru.

[3] mengklasifikasikan efisiensi pasar ke dalam tiga bentuk utama berdasarkan ketersediaannya informasinya:

1. **Efisiensi Bentuk Lemah (*Weak Form*):** Pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah jika harga sekuritas saat ini sepenuhnya mencerminkan semua informasi masa lalu (historis), seperti data harga dan volume perdagangan masa lalu. Dalam kondisi ini, investor tidak dapat memperoleh keuntungan di atas normal (*abnormal return*) secara konsisten dengan menggunakan analisis teknikal.
2. **Efisiensi Bentuk Setengah Kuat (*Semi-strong Form*):** Pasar dikatakan efisien dalam bentuk setengah kuat jika harga sekuritas saat ini tidak hanya mencerminkan informasi masa lalu, tetapi juga semua informasi yang dipublikasikan (*public information*). Informasi publik ini mencakup laporan keuangan emiten, pengumuman dividen, *stock split*, hingga kebijakan pemerintah dan kondisi makroekonomi. Dalam pasar ini, investor tidak dapat memperoleh *abnormal return* dengan mengandalkan analisis fundamental berbasis informasi publik. Penelitian ini umumnya mengasumsikan pasar modal Indonesia berada dalam bentuk efisiensi setengah kuat secara informasi (*informationally efficient*), di mana harga saham bereaksi cepat terhadap pengumuman publik seperti kebijakan cukai.
3. **Efisiensi Bentuk Kuat (*Strong Form*):** Pasar dikatakan efisien dalam bentuk kuat jika harga sekuritas mencerminkan semua informasi yang ada, baik yang dipublikasikan maupun informasi privat (*insider information*).

Relevansi EMH dalam penelitian ini terletak pada asumsi bahwa pengumuman kebijakan PMK 96 & 97 Tahun 2024 tentang tidak adanya kenaikan cukai rokok merupakan informasi publik baru. Jika pasar efisien, maka harga saham perusahaan rokok yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia seharusnya segera bergerak menyesuaikan diri dengan implikasi ekonomi dari informasi tersebut pada saat pengumuman dilakukan [11].

C. Teori Cukai

Cukai adalah pungutan negara yang dikenakan terhadap barang-barang tertentu yang mempunyai sifat atau karakteristik yang ditetapkan dalam undang-undang, Undang undang yang mengatur tentang Cukai adalah Undang-Undang nomor 11 tahun 1995 sebagaimana telah diubah dengan Undang-Undang nomor 39 tahun 2007.

Menurut Undang Undang nomor 39 tahun 2007 tentang Cukai pada pasal 2 dijelaskan Barang-barang tertentu yang mempunyai sifat atau karakteristik yang dipungut Cukai antara lain: (1) konsumsinya perlu dikendalikan; (2) peredarannya perlu diawasi; (3) pemakaiannya dapat menimbulkan dampak negatif bagi masyarakat atau lingkungan hidup; atau (4) pemakaiannya perlu pembebanan pungutan negara demi keadilan dan keseimbangan. Selama periode 2019-2024 pendapatan negara terbesar untuk cukai masih di dominasi dari cukai hasil tembakau yang menyumbang lebih dari 90% dari total realisasi pendapatan cukai. Tarif Cukai Hasil Tembakau yang naik di sisi lain memang dapat meningkatkan pendapatan negara dan harapannya juga dapat mengontrol konsumsi tembakau, akan tetapi yang terjadi atas naiknya tarif cukai hasil tembakau adalah maraknya rokok ilegal yang beredar dan tidak membayar cukai hal ini tentu tidak sesuai dengan harapan pemerintah saat mengambil kebijakan menaikkan tarif cukai hasil tembakau.

D. Pasar Modal

Menurut Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal Pasar, Modal didefinisikan sebagai kegiatan yang bersangkutan dengan Penawaran Umum dan perdagangan Efek, Perusahaan Publik yang berkaitan dengan Efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan Efek, Menurut Tandelilin (2010) Pasar modal adalah pertemuan antara pihak yang memiliki kelebihan dana dengan pihak yang membutuhkan dana dengan cara memperjualbelikan sekuritas, Secara umum pasar modal dapat didefinisikan sebagai pasar untuk berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang bisa diperjualbelikan, baik surat utang (obligasi), ekuiti (saham), reksa dana, maupun instrumen derivatif lainnya. Pasar modal merupakan sarana pendanaan bagi perusahaan maupun institusi lain (misalnya pemerintah), dan sebagai sarana bagi kegiatan berinvestasi. Dalam arti sempit, pasar modal merupakan suatu tempat yang terorganisasi di mana efek-efek diperdagangkan yang disebut bursa efek. Fungsi pasar modal sangat strategis dalam perekonomian karena menjalankan dua fungsi sekaligus, yaitu fungsi ekonomi dan fungsi keuangan. Fungsi ekonomi terlihat dari peran pasar modal yang menyediakan fasilitas atau wahana yang mempertemukan dua kepentingan, yaitu pihak yang memiliki kelebihan dana (investor) dan pihak yang memerlukan dana (emiten)

E. Studi Peristiwa (*event study*)

Menurut [12] Studi peristiwa merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman, *Event Study* dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi dari suatu peristiwa / pengumuman dan dapat juga digunakan untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat. Metodologi ini didasarkan pada asumsi bahwa pasar modal bereaksi segera terhadap informasi baru. Kandungan informasi dapat berupa *good news* atau *bad news*.

Salah satu indikator yang dapat digunakan untuk mengukur reaksi pasar adalah dengan menghitung *Abnormal Return* (AR). Abnormal return adalah selisih antara tingkat keuntungan yang sebenarnya terjadi (*actual return*) dengan tingkat keuntungan yang diharapkan (*expected return*).

- a. Jika AR positif dan signifikan, berarti peristiwa tersebut adalah *good news*.
- b. Jika AR negatif dan signifikan, berarti peristiwa tersebut adalah *bad news*.
- c. Jika AR tidak signifikan, berarti peristiwa tersebut tidak mengandung informasi material yang mampu mengubah penilaian investor, atau pasar telah mengantisipasi informasi tersebut sebelumnya (*anticipated event*).

Selain *Abnormal Return* (AR), reaksi pasar juga sering diukur menggunakan *Trading Volume Activity* (TVA). TVA mencerminkan likuiditas saham dan preferensi investor. Perubahan volume perdagangan di sekitar tanggal pengumuman menunjukkan bahwa investor melakukan tindakan jual atau beli berdasarkan informasi yang mereka terima. Menurut [5], volume perdagangan merupakan indikator penting untuk mempelajari tingkah laku pasar; lonjakan volume seringkali mendahului atau menyertai perubahan harga yang signifikan.

F. Abnormal Return

Menurut [13] *Abnormal return* merupakan selisih antara return realisasi (*actual return*) dengan return ekspektasi (*expected return*). Indikator ini digunakan untuk mengukur sejauh mana sebuah peristiwa memiliki nilai informasi bagi investor. Jika pengumuman cukai membawa kabar buruk (*bad news*), maka *abnormal return* cenderung bernilai negatif. Penelitian oleh [6] menunjukkan bahwa pengumuman kenaikan tarif Cukai Hasil Tembakau (CHT) secara signifikan memicu *abnormal return* negatif pada perusahaan subsektor rokok di Bursa Efek Indonesia.

G. Trading Volume Activity

Menurut [14], *Trading volume activity* (TVA) adalah indikator yang dapat digunakan untuk melihat bagaimana pasar bereaksi terhadap informasi yang diberikan melalui parameter volume pasar saham. TVA dapat digunakan sebagai suatu indikator untuk mengukur likuiditas saham pada suatu waktu tertentu, mengukur minat investor, dan mengkonfirmasi tren harga suatu saham. TVA membandingkan jumlah saham yang diperdagangkan pada waktu tertentu dengan jumlah saham beredar. Volume perdagangan tinggi menunjukkan likuiditas yang baik dan minat investor yang besar pada suatu saham, sementara volume rendah menunjukkan sebaliknya.

Kerangka Berpikir dan Hipotesis

1. Kerangka Pemikiran

Penelitian ini dibangun penulis berdasarkan alur logika bahwa pengumuman kebijakan pemerintah merupakan input informasi bagi pasar modal. Pengumuman PMK 96 & 97 Tahun 2024 yang menetapkan tidak adanya kenaikan cukai untuk tahun 2025 adalah sebuah anomali positif dibandingkan tren 5 tahun sebelumnya.

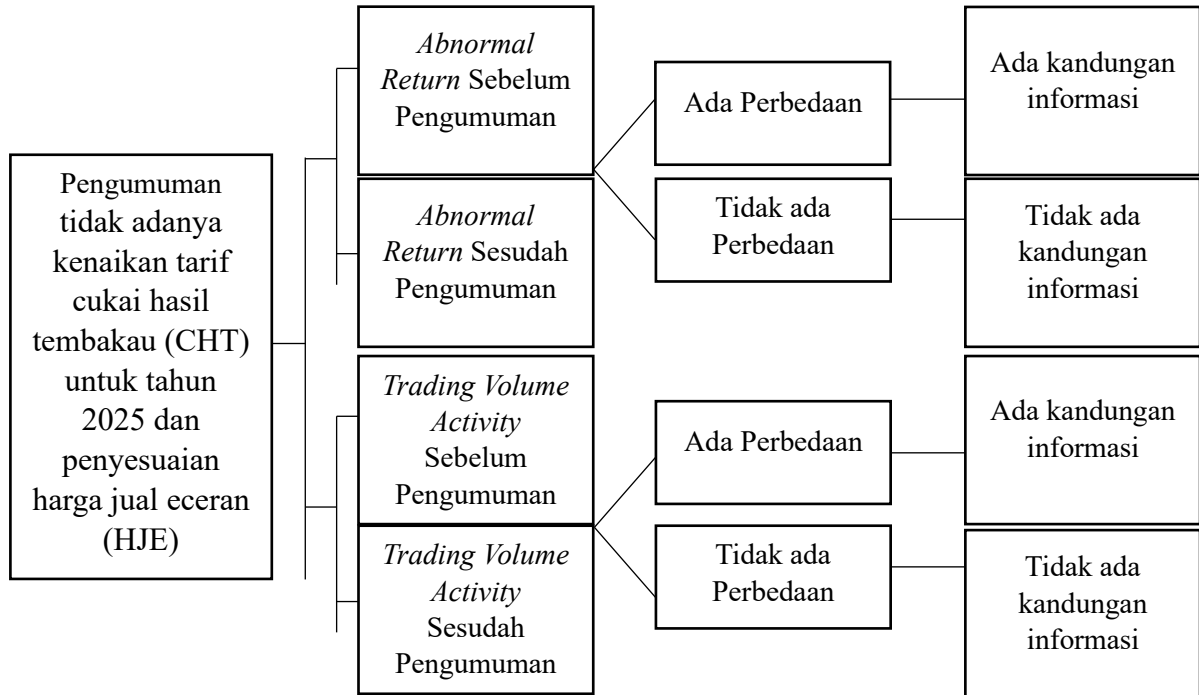
Berdasarkan Teori Sinyal, informasi ini mengandung sinyal *Good News* karena:

- a. Menghilangkan beban kenaikan biaya regulasi.
- b. Memberikan kepastian usaha.
- c. Menjaga daya beli konsumen produk rokok legal.

Berdasarkan *Efficient Market Hypothesis*, investor yang rasional akan merespons sinyal positif ini dengan melakukan penilaian ulang (*revaluation*) terhadap saham rokok. Respon ini akan tercermin dalam:

- a. Pergerakan harga saham naik, yang menghasilkan *Abnormal Return* positif di sekitar tanggal pengumuman.
- b. Peningkatan aktivitas transaksi karena investor melakukan akumulasi beli atau rebalancing portofolio, yang tercermin dalam peningkatan *Trading Volume Activity* (TVA).

Peneliti ingin meneliti keterkaitan antara pengumuman tidak adanya kenaikan tarif cukai hasil tembakau (CHT) untuk tahun 2025 dan penyesuaian harga jual eceran (HJE) yang diumumkan terhadap reaksi pasar modal menggunakan *Abnormal Return* dan *Trading Volume Activity* sebagai indikator.



Gambar 4. Model Penelitian

Pengembangan Hipotesis

Berdasarkan landasan teori dan penelitian terdahulu, hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

H1: Terdapat perbedaan rata-rata *Abnormal Return* (AAR) saham perusahaan rokok antara periode sebelum dan sesudah pengumuman informasi tidak adanya kenaikan cukai rokok tahun 2025.

H2: Terdapat perbedaan rata-rata *Trading Volume Activity* (TVA) saham perusahaan rokok antara periode sebelum dan sesudah pengumuman informasi tidak adanya kenaikan cukai rokok tahun 2025.

Metode

A. Model Penelitian

Model Penelitian yang digunakan pada penelitian ini adalah pendekatan kuantitatif, dengan metode penelitian menggunakan studi peristiwa (*event study*). Studi Peristiwa merupakan salah satu metode yang dapat digunakan untuk mempelajari bagaimana reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan kepada publik. Tujuan dari studi peristiwa untuk melihat bagaimana reaksi pasar atas kandungan suatu informasi. Peristiwa yang menjadi fokus pengujian dalam penelitian ini adalah pengumuman yang berisi informasi tidak adanya kenaikan cukai rokok untuk tahun 2025, tetapi ada penyesuaian harga jual produk tembakau.

B. Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan rokok yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode pengamatan tahun 2024. Teknik sampling yang digunakan adalah menggunakan metode sampling jenuh, yaitu mengambil semua populasi sebagai sampel dalam penelitian. Jumlah sampel yang digunakan pada penelitian ini ada 4 perusahaan rokok yaitu PT Gudang Garam Tbk (GGRM), PT HM Sampoerna Tbk (HMSP), PT Wismilak Inti Makmur Tbk (WIIM), PT Indonesian Tobacco Tbk (ITIC).

C. Metode Pengumpulan Data

Jenis data yang digunakan pada penelitian ini adalah data sekunder yang dikumpulkan dari berbagai sumber seperti data harga saham harian, data IHSG harian, volume perdagangan saham secara harian, jumlah saham beredar yang dapat diakses pada website www.idx.co.id, www.investing.com, www.finance.yahoo.co.id dan dokumen resmi dari Kementerian Keuangan seperti publikasi APBN Kita.

D. Penentuan Tanggal Peristiwa dan Periode Pengamatan

Penentuan tanggal peristiwa (*event date* atau t_0) merupakan langkah krusial dalam *event study*. Meskipun PMK 96 & 97 Tahun 2024 secara resmi diundangkan pada awal 04 Desember 2024, informasi mengenai "pembatalan kenaikan cukai" telah disampaikan oleh pemerintah dan diserap oleh pasar lebih awal. Berdasarkan penelusuran rekam jejak berita, informasi tersebut terkonfirmasi kepada publik pada **23-24 September 2024** pasca Rapat Terbatas pembahasan RAPBN 2025 dan Konferensi Pers APBN KiTa.

Oleh karena itu, penelitian ini menetapkan **24 September 2024** sebagai t_0 (hari peristiwa) karena merupakan momen di mana pasar bereaksi paling kuat terhadap informasi tersebut.

Periode jendela (*event period*) ditetapkan selama 11 hari bursa, yang meliputi [15]:

1. 5 hari sebelum peristiwa ($t-5$ sampai $t-1$): Untuk mendeteksi adanya kebocoran informasi (*leakage*) atau antisipasi pasar sebelum pengumuman resmi.
2. Hari peristiwa (t_0): Saat informasi dipublikasikan dan direspon.
3. 5 hari sesudah peristiwa ($t+1$ sampai $t+5$): Untuk mengamati persistensi reaksi pasar dan kecepatan penyesuaian harga menuju keseimbangan baru. Pemilihan periode 5 hari ini mengacu pada metodologi yang digunakan oleh Astriawati dkk (2023) yang menilai durasi ini cukup ideal untuk menangkap reaksi pasar tanpa terkontaminasi oleh bias peristiwa lain (*confounding events*) yang tidak relevan.

Periode Estimasi (*Estimation Period*) ditetapkan selama 90 hari ($t-95$ hingga $t-6$) untuk memprediksi *expected return* saham.

D. Operasional Variabel

1. Definisi Operasional Variabel

a. *Abnormal Return* (AR)

Abnormal return merupakan selisih antara return realisasi (*actual return*) dengan return ekspektasi (*expected return*). Variabel ini dihitung dengan langkah-langkah berikut :

Menghitung Return Aktual:

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

Dimana:

R_{it} = Return saham perusahaan i pada hari t

P_{it} = Harga penutupan saham i pada hari t

P_{it-1} = Harga penutupan saham i pada hari $t-1$

Menghitung Return Pasar :

$$R_{mt} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

Dimana:

R_{mt} = Return pasar pada hari t

$IHSG_t$ = Indeks Harga Saham Gabungan pada hari t

Menghitung Expected Return :

Penelitian ini menggunakan **Model Pasar (Market Model)** yang mengasumsikan return saham memiliki hubungan linier dengan return pasar. Persamaan regresinya adalah:

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

$E(R_{it})$ = Expected Return saham perusahaan i pada hari t

α_i = bagian return saham i yang tidak dipengaruhi kinerja pasar

β_i = Beta Saham i

R_{mt} = Return pasar pada hari t

ϵ_{it} = Kesalahan Residual

Parameter α dan β diestimasi menggunakan teknik regresi linier sederhana (*Ordinary Least Square*) pada **periode estimasi** (*estimation period*). Periode estimasi ditetapkan selama 90 hari bursa sebelum periode jendela (t-95 hingga t-6) untuk mendapatkan parameter yang stabil.

Menghitung Abnormal Return Harian :

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

Menghitung Rata-rata Abnormal Return (AAR):

$$AAR_t = \frac{\sum_{i=1}^N AR_{it}}{N}$$

Dimana N adalah jumlah sampel perusahaan (4 perusahaan).

b. Trading Volume Activity (TVA)

TVA digunakan sebagai indikator likuiditas untuk melihat seberapa aktif saham diperdagangkan sehubungan dengan informasi yang beredar. TVA dihitung dengan rumus :

$$TV A_{it} = \frac{\text{Jumlah saham } i \text{ yang diperdagangkan pada waktu } t}{\text{Jumlah saham } i \text{ yang beredar pada waktu } t}$$

Untuk pengujian hipotesis, dihitung juga Rata-rata TVA (ATVA) untuk periode sebelum dan sesudah peristiwa. ATVA dihitung dengan rumus :

$$ATVA_t = \frac{\sum_{i=1}^N TVA_{it}}{N}$$

E. Teknik Analisis Data

Data yang telah dikumpulkan akan diolah menggunakan bantuan perangkat lunak statistik (SPSS). Langkah-langkah analisis data adalah sebagai berikut:

1. Analisis Statistik Deskriptif:

Menyajikan nilai minimum, maksimum, rata-rata (*mean*), dan standar deviasi dari variabel AR dan TVA selama periode pengamatan untuk memberikan gambaran umum data.

2. Uji Normalitas Data:

Dilakukan untuk mengetahui apakah data *Abnormal Return* dan TVA berdistribusi normal atau tidak. Uji yang digunakan adalah *Shapiro-Wilk* mengingat jumlah sampel yang kecil ($n < 50$).

- Jika nilai Sig. $> 0,05$, data berdistribusi normal.
- Jika nilai Sig. $< 0,05$, data tidak berdistribusi normal.

3. Pengujian Hipotesis:

a. **Pengujian H1 (One Sample t-test):** Dilakukan untuk menguji apakah AAR pada periode pengamatan secara statistik berbeda dari nol (signifikan).

b. Pengujian H2 (Uji Beda):

- Jika data berdistribusi normal, digunakan **Paired Sample t-test** (Uji t sampel berpasangan) untuk membandingkan rata-rata sebelum dan sesudah peristiwa.
- Jika data tidak berdistribusi normal, digunakan uji non-parametrik **Wilcoxon Signed Rank Test**.

Kriteria pengambilan keputusan adalah dengan melihat nilai signifikansi (p-value). Jika p-value < 0,05 (tingkat kepercayaan 95%), maka Hipotesis Nol (H₀) ditolak dan Hipotesis Alternatif (H_a) diterima, yang berarti terdapat dampak atau perbedaan yang signifikan akibat pengumuman kebijakan tersebut.

Hasil dan Pembahasan

A. Rata-rata *Average Abnormal Return* (AAR) saham perusahaan rokok sebelum dan sesudah pengumuman Kenaikan Cukai Rokok 2024

Berikut ini merupakan rata-rata *Average Abnormal Return* dapat dilihat pada tabel di bawah ini

Tabel 2. *Average Abnormal Return* sebelum dan sesudah Pengumuman Kenaikan Cukai Rokok 2024

Periode	AAR	Periode	AAR
t-1	0,0256112	t+1	-0,013133
t-2	-0,0240130	t+2	-0,006281
t-3	-0,0038640	t+3	0,008467
t-4	0,0056499	t+4	-0,000277
t-5	0,0062171	t+5	-0,000444

Berdasarkan tabel *Average Abnormal Return* (AAR) pada periode pengamatan sebelum dan sesudah peristiwa (event window), dapat dianalisis reaksi pasar terhadap informasi kebijakan yang mempengaruhi perusahaan rokok yaitu PT PT Gudang Garam Tbk (GGRM), PT HM Sampoerna Tbk (HMSP), PT Wisnilak Inti Makmur Tbk (WIIM), dan PT Indonesian Tobacco Tbk (ITIC). Pada periode sebelum peristiwa (t-5 sampai t-1) terbukti bahwa nilai AAR mengalami perubahan. Pada t-5 nilai AAR diperoleh angka sebesar 0,0062171 yang menunjukkan adanya abnormal return positif, artinya investor mendapatkan return di atas return normal yang diharapkan. Namun pada t-4 nilai AAR kembali menurun menjadi 0,0056499, meskipun masih berada pada posisi positif. Selanjutnya pada t-3 dan t-2 terjadi perubahan menjadi abnormal return negatif masing-masing sebesar -0,0038640 dan -0,0240130. Nilai negatif ini menandakan bahwa pasar merespons informasi dengan kecenderungan pesimis sehingga return saham yang diterima investor berada di bawah return yang diharapkan. Kondisi tersebut dapat mengindikasikan adanya ketidakpastian informasi di pasar sebelum pengumuman kebijakan. Kemudian pada t-1, nilai AAR kembali meningkat menjadi 0,0256112, yang merupakan nilai positif terbesar pada periode sebelum peristiwa. Hal ini menunjukkan adanya indikasi bahwa sebagian investor sudah mendapatkan informasi lebih awal dan mulai melakukan reaksi terhadap informasi yang beredar sebelum peristiwa. Selama periode setelah peristiwa (t+1 hingga t+5), nilai AAR secara umum menunjukkan kecenderungan negatif dengan tingkat yang relatif kecil. Pada hari t+1, tercatat AAR sebesar -0,0131333, yang menunjukkan bahwa pasar bereaksi dengan cara negatif setelah peristiwa tersebut terjadi. Pada t+2 nilai AAR masih negatif sebesar -0,006281, menunjukkan bahwa investor masih bersikap hati-hati terhadap informasi tersebut. Pada t+3 terjadi perubahan positif sebesar 0,008467, yang menunjukkan adanya sedikit pemulihan atau penyesuaian di pasar. Nilai AAR pada periode t+4 dan t+5 kembali negatif, masing-masing sebesar -0,000277 dan -0,000444. Nilai yang agak kecil ini menunjukkan bahwa pengaruh informasi terhadap pasar mulai berkurang dan pasar mulai kembali ke kondisi yang seimbang. Secara keseluruhan, pola AAR sebelum dan sesudah peristiwa menunjukkan fluktuasi dengan kecenderungan reaksi pasar yang tidak terlalu kuat. Hal ini mengindikasikan bahwa informasi yang terkait dengan peristiwa tersebut memang mempengaruhi pergerakan return saham perusahaan rokok, namun dampaknya relatif terbatas dan tidak berlangsung lama. Reaksi pasar yang muncul lebih bersifat sementara, yang terlihat dari perubahan nilai AAR yang cepat kembali mendekati nol setelah beberapa hari pasca peristiwa.

B. Rata-rata *Trading Volume Activity* (TVA) saham perusahaan rokok sebelum dan sesudah pengumuman Kenaikan Cukai Rokok 2024

Trading Volume Activity (TVA) digunakan untuk mengukur tingkat aktivitas perdagangan saham di pasar modal sebelum dan sesudah terjadinya suatu peristiwa. Dalam penelitian ini, TVA digunakan untuk melihat apakah terdapat perubahan aktivitas perdagangan saham pada sebuah perusahaan rokok yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sebagai respons terhadap pengumuman kenaikan cukai rokok tahun 2024. Berdasarkan hasil perhitungan TVA, diperoleh bahwa pada periode sebelum pengumuman nilai TVA cenderung berfluktuasi. Nilai TVA tertinggi terjadi pada t-2 sebesar 0,0015177, sedangkan nilai terendah terjadi pada t-4 sebesar 0,0005727. Kondisi ini menunjukkan bahwa sebelum pengumuman kenaikan cukai rokok secara resmi disampaikan kepada publik, aktivitas perdagangan saham perusahaan rokok mengalami variasi namun masih dalam tingkat yang relatif rendah. Sementara itu, pada periode sesudah pengumuman, nilai TVA juga menunjukkan pola fluktuatif. Nilai TVA tertinggi terjadi pada t+1 sebesar 0,0011904, sedangkan nilai terendah terjadi pada t+4 sebesar 0,0004741. Tingginya nilai TVA pada t+1 mengindikasikan bahwa setelah pengumuman kenaikan cukai rokok, terjadi

peningkatan aktivitas perdagangan saham pada hari pertama setelah peristiwa tersebut diumumkan. Hal ini menunjukkan bahwa sebagian investor mulai merespons informasi kebijakan tersebut melalui aktivitas jual maupun beli saham perusahaan rokok.

Namun demikian, setelah hari pertama pasca pengumuman, nilai TVA kembali mengalami penurunan dan fluktuasi pada hari-hari berikutnya. Kondisi ini mengindikasikan bahwa reaksi pasar terhadap informasi kenaikan cukai rokok tidak berlangsung dalam jangka waktu yang lama, sehingga aktivitas perdagangan saham kembali berada pada tingkat yang relatif normal.

Secara keseluruhan, hasil analisis TVA menunjukkan bahwa terdapat indikasi peningkatan aktivitas perdagangan saham pada awal periode setelah pengumuman, khususnya pada hari t+1. Fenomena ini menunjukkan bahwa informasi mengenai kenaikan cukai rokok memiliki kandungan informasi yang cukup untuk memicu reaksi awal dari investor, meskipun dampaknya tidak berlangsung secara konsisten pada hari-hari berikutnya. Temuan ini sejalan dengan konsep *Event Study*, yang menjelaskan bahwa pasar modal dapat memberikan respons terhadap suatu peristiwa melalui perubahan harga maupun aktivitas perdagangan saham.

C. Hasil Statistik

Tabel 3. Hasil Uji One Sample t-Test

Variabel	Mean	t-Hitung	Sig (2-tailed)	Keterangan
<i>Average Abnormal Return</i>	0,00445	0,739	0,0179	Signifikan
<i>Trading Volume Activity</i>	0,001014	3,857	0,003	Signifikan

Berdasarkan hasil pengujian yang ditunjukkan pada tabel, variabel *Average Abnormal Return* memiliki nilai mean sebesar 0,00445 dengan nilai t-hitung sebesar 0,739 dan nilai signifikansi (sig 2-tailed) sebesar 0,0179. Nilai signifikansi tersebut lebih kecil dari tingkat signifikansi yang digunakan dalam penelitian ini yaitu 0,05. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa *Average Abnormal Return* memiliki perbedaan yang signifikan terhadap nilai pembandingan. Hasil ini menunjukkan bahwa selama periode pengamatan terdapat abnormal return yang signifikan, yang mengindikasikan bahwa pasar memberikan respon terhadap informasi yang diterima oleh investor. Adanya abnormal return yang signifikan menunjukkan bahwa informasi yang beredar di pasar memiliki kandungan informasi yang mampu mempengaruhi ekspektasi dan keputusan investasi para pelaku pasar. Investor cenderung merespon informasi tersebut dengan melakukan penyesuaian terhadap portofolio investasi mereka, sehingga menyebabkan perubahan pada tingkat keuntungan saham yang tidak normal dibandingkan dengan kondisi pasar yang seharusnya.

Pada variabel *Trading Volume Activity*, diperoleh nilai mean sebesar 0,001014 dengan t-hitung sebesar 3,857 dengan nilai signifikansi sebesar 0,003. Nilai ini lebih kecil dari 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa *Trading Volume Activity* menunjukkan perbedaan yang signifikan terhadap nilai pembandingan. Hasil ini mengindikasikan bahwa terdapat perubahan aktivitas perdagangan saham yang signifikan selama periode peristiwa yang diteliti. Peningkatan atau perubahan volume perdagangan saham mencerminkan adanya reaksi investor terhadap informasi yang diterima di pasar.

Secara keseluruhan, hasil pengujian One Sample t-Test menunjukkan bahwa kedua variabel penelitian, yaitu *Average Abnormal Return* dan *Trading Volume Activity*, sama-sama menunjukkan hasil yang signifikan. Hal ini mengindikasikan bahwa pasar modal bereaksi terhadap informasi yang berkaitan dengan peristiwa yang diteliti. Temuan ini sejalan dengan teori efisiensi pasar (*market efficiency*) yang menyatakan bahwa harga saham di pasar modal akan segera merefleksikan setiap informasi yang tersedia. Oleh karena itu, ketika suatu informasi baru diumumkan ke publik, investor akan merespon informasi tersebut melalui keputusan investasi yang kemudian tercermin pada perubahan harga saham maupun volume perdagangan.

Tabel 4. Paired Sample t-test

Variabel	Mean Sebelum	Mean Sesudah	t Hitung	Sig. (2-tailed)	Keterangan
Harga Saham	0,0019	-0,0023	0,446	0,711	Tidak Signifikan

Berdasarkan hasil uji paired sample t-test dengan IBM SPSS Statistics pada variabel *Average Abnormal Return* (AAR) sebelum dan setelah pengumuman, ditemukan bahwa rata-rata AAR sebelum pengumuman adalah 0,0019, sedangkan rata-rata AAR setelah pengumuman adalah -0,0023. Nilai rata-rata tersebut menunjukkan bahwa

sebelum pengumuman terjadi abnormal return positif yang sangat kecil, sementara setelah pengumuman terjadi abnormal return negatif yang juga relative kecil. Perubahan ini mengindikasikan adanya penurunan rata-rata return saham setelah informasi pengumuman disampaikan kepada pasar. Namun demikian, berdasarkan hasil uji t, diperoleh nilai t hitung sebesar 0,446 dengan tingkat signifikansi 0,711. Nilai signifikansi tersebut lebih besar dari 0,05, sehingga secara statistik tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara AAR sebelum dan sesudah pengumuman. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa pengumuman yang diteliti tidak menimbulkan reaksi pasar yang signifikan terhadap harga saham, sehingga investor di pasar modal tidak merespons informasi tersebut secara kuat dalam bentuk perubahan abnormal return.

Hasil ini menunjukkan bahwa informasi pengumuman yang terjadi kemungkinan sudah diantisipasi oleh investor sebelumnya atau dianggap tidak memiliki kandungan informasi (*information content*) yang cukup kuat untuk mempengaruhi keputusan investasi di pasar modal. Oleh karena itu, peristiwa tersebut tidak menyebabkan perubahan signifikan pada abnormal return saham perusahaan yang menjadi objek penelitian

Tidak signifikannya perbedaan abnormal return tersebut dapat disebabkan oleh beberapa faktor. Salah satunya adalah kemungkinan bahwa informasi mengenai peristiwa tersebut telah diantisipasi oleh investor sebelum pengumuman resmi dilakukan, sehingga pasar telah menyesuaikan harga saham terlebih dahulu. Selain itu, informasi yang disampaikan dalam pengumuman tersebut kemungkinan tidak memiliki kandungan informasi (*information content*) yang cukup kuat untuk mempengaruhi keputusan investasi para investor. Temuan ini juga dapat dijelaskan melalui konsep *Efficient Market Hypothesis*, yang menyatakan bahwa harga saham di pasar modal akan dengan cepat mencerminkan seluruh informasi yang tersedia. Dalam pasar yang efisien, informasi baru akan segera diserap oleh pasar sehingga tidak selalu menimbulkan perubahan abnormal return yang signifikan. Oleh karena itu, apabila informasi yang dipublikasikan telah diprediksi sebelumnya atau dianggap tidak terlalu relevan oleh investor, maka pasar tidak akan menunjukkan reaksi yang berarti.

Dengan demikian, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pengumuman yang diteliti tidak menimbulkan reaksi pasar yang signifikan yang tercermin melalui *Average Abnormal Return* saham. Hal ini mengindikasikan bahwa investor di pasar modal tidak memberikan respons yang kuat terhadap informasi tersebut dalam bentuk perubahan return saham yang signifikan.

Tabel 5. *Trading Volume Activity* (TVA) sebelum dan sesudah Pengumuman Kenaikan Cukai Rokok 2024

Periode	TVA	Periode	TVA
t-1	0,0009058	t+1	0,0011904
t-2	0,0015177	t+2	0,0008155
t-3	0,0005885	t+3	0,0000817
t-4	0,0005727	t+4	0,0004741
t-5	0,0002865	t+5	0,0005582

Simpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis reaksi pasar modal terhadap informasi kebijakan pemerintah mengenai tidak adanya kenaikan tarif cukai hasil tembakau (CHT) tahun 2025 yang tertuang dalam PMK No. 96 dan PMK No. 97 Tahun 2024. Reaksi pasar dianalisis menggunakan pendekatan event study dengan indikator *Average Abnormal Return* (AAR) dan *Trading Volume Activity* (TVA) pada perusahaan rokok yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, yaitu PT Gudang Garam Tbk (GGRM), PT HM Sampoerna Tbk (HMSP), PT Wismilak Inti Makmur Tbk (WIIM), dan PT Indonesian Tobacco Tbk (ITIC).

Berdasarkan hasil analisis *Average Abnormal Return* (AAR) selama periode pengamatan, ditemukan bahwa nilai AAR menunjukkan pola fluktuatif baik sebelum maupun sesudah peristiwa. Hasil uji One Sample t-Test menunjukkan bahwa AAR memiliki nilai signifikansi sebesar 0,0179 ($< 0,05$), yang menunjukkan bahwa terdapat abnormal return yang signifikan selama periode pengamatan. Hal ini mengindikasikan bahwa informasi kebijakan yang diumumkan memiliki kandungan informasi yang mampu mempengaruhi ekspektasi investor di pasar modal. Namun demikian, hasil uji beda Paired Sample t-Test menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara AAR sebelum dan sesudah pengumuman kebijakan, dengan nilai signifikansi sebesar 0,711 ($> 0,05$). Dengan demikian, hipotesis yang menyatakan bahwa terdapat perbedaan abnormal return sebelum dan sesudah pengumuman tidak dapat diterima.

Selanjutnya, berdasarkan analisis *Trading Volume Activity* (TVA), ditemukan bahwa aktivitas perdagangan saham juga menunjukkan pola fluktuatif selama periode pengamatan. Nilai TVA tertinggi terjadi pada periode sesudah pengumuman, khususnya pada hari pertama setelah peristiwa (t+1), yang menunjukkan adanya peningkatan aktivitas perdagangan saham sebagai respon awal investor terhadap informasi yang diterima. Hasil uji statistik menunjukkan bahwa nilai signifikansi TVA sebesar 0,003 ($< 0,05$), yang berarti terdapat perubahan aktivitas perdagangan saham yang signifikan selama periode peristiwa.

Secara keseluruhan, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa informasi mengenai tidak adanya kenaikan tarif cukai rokok tahun 2025 memberikan reaksi pasar yang terbatas. Reaksi tersebut lebih tercermin pada perubahan aktivitas perdagangan saham (*trading volume*) dibandingkan perubahan abnormal return. Hal ini menunjukkan bahwa meskipun informasi kebijakan tersebut memiliki kandungan informasi bagi investor, namun dampaknya terhadap perubahan harga saham tidak cukup kuat untuk menghasilkan perbedaan abnormal return yang signifikan antara periode sebelum dan sesudah pengumuman.

Temuan ini juga mengindikasikan bahwa investor kemungkinan telah mengantisipasi informasi kebijakan tersebut sebelum pengumuman resmi dilakukan, sehingga pasar telah melakukan penyesuaian harga saham lebih awal. Dengan demikian, dalam konteks *Efficient Market Hypothesis*, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pasar modal Indonesia cenderung merespons informasi publik secara relatif cepat, sehingga tidak selalu menghasilkan perubahan abnormal return yang signifikan setelah pengumuman resmi dilakukan.

References

1. Amalia, "Pengaruh Peristiwa Kenaikan Tarif Cukai Hasil Tembakau (CHT) terhadap Reaksi Pasar Modal Indonesia," *Jurnal Ilmiah Mahasiswa FEB Universitas Brawijaya*, vol. 9, no. 2, 2021. [Online]. Available: <https://jimfeb.ub.ac.id/index.php/jimfeb/article/view/7425>
2. R. S. Ariani, F. W. Ramadanthi, H. C. Ambarwati, and M. Y. Pandin, "Pengaruh Kenaikan Cukai Rokok terhadap Kinerja Perusahaan dan Resistance Finance: Studi Kasus PT Gudang Garam," *Jurnal Ilmiah Ekonomi dan Manajemen*, vol. 2, no. 7, pp. 31–37, 2024, doi: 10.61722/jiem.v2i7.1805.
3. E. F. Fama, "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work," *The Journal of Finance*, vol. 25, no. 2, pp. 383–417, 1970, doi: 10.2307/2325486.
4. A. Tanjung and M. K. Mubarak, "Dampak yang Mempengaruhi Kinerja Saham Perusahaan Rokok pada Kenaikan Tarif Cukai," *Al-Ubudiyah: Jurnal Pendidikan dan Studi Islam*, vol. 6, no. 1, pp. 243–251, 2025, doi: 10.55623/au.v6i1.418.
5. F. F. Rohman and Y. W. Prihatingtias, "Uji Beda Dampak Pengumuman Kebijakan Kenaikan Tarif Cukai Hasil Tembakau Tahun 2023 pada Saham Perusahaan Rokok Go Public di Indonesia," *Reviu Akuntansi, Keuangan, dan Sistem Informasi*, vol. 3, no. 4, pp. 870–890, 2024. [Online]. Available: <https://journal.jfpublisher.com/index.php/raksi/article/view/1012>
6. Astriawati, K. D. A. Sebayang, and D. Iranto, "Analisis Reaksi Pasar Modal Sebelum dan Sesudah Pengumuman Tarif Cukai," *Jurnal Ekonomi*, vol. 28, no. 3, pp. 445–468, 2023, doi: 10.24912/je.v28i3.1866.
7. F. J. Fadillah, S. S. Welkom, and A. Muslim, "Analisis Abnormal Return Saham dan Trading Volume Activity Sebelum dan Sesudah January Effect," *Transformasi: Jurnal Ekonomi, Manajemen, dan Akuntansi*, vol. 7, no. 1, pp. 31–40, 2023, doi: 10.56444/transformasi.v7i1.1886.
8. S. A. Putri, "Kebijakan Cukai Rokok terhadap Kinerja Perusahaan Rokok dan Harga Saham Perusahaan Rokok yang Listing di Bursa Efek Indonesia," *Undergraduate Thesis, Universitas Brawijaya, Malang, Indonesia*, 2020. [Online]. Available: <http://repository.ub.ac.id/eprint/184563/>
9. D. N. Widyawati, "Pengaruh Pengumuman Kenaikan Cukai Rokok terhadap Abnormal Return dan Trading Volume Activity pada Perusahaan Rokok yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia," *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*, vol. 11, no. 2, 2022. [Online]. Available: <http://jurnalmahasiswa.stiesia.ac.id/index.php/jira/article/view/4470>
10. M. Spence, "Job Market Signaling," *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 87, no. 3, pp. 355–374, 1973, doi: 10.2307/1882010.
11. Badan Kebijakan Fiskal, *Laporan Belanja Perpajakan 2023*. Jakarta, Indonesia: Kementerian Keuangan Republik Indonesia, 2024. [Online]. Available: <https://fiskal.kemenkeu.go.id/publikasi/laporan/laporan-belanja-perpajakan>
12. A. C. MacKinlay, "Event Studies in Economics and Finance," *Journal of Economic Literature*, vol. 35, no. 1, pp. 13–39, 1997. [Online]. Available: <https://www.jstor.org/stable/2729691>
13. E. A. Gani, Y. Efni, and A. Rokhmawati, "Reaksi Pasar Modal atas Kebijakan Kenaikan Cukai Rokok di Indonesia," *Jurnal Kajian Akuntansi dan Bisnis Terkini*, vol. 2, no. 2, pp. 184–204, 2021, doi: 10.31258/jc.2.2.184-204.
14. M. Hansel, T. Prajogo, and T. Suganda, "The Announcement of an Increase in Cigarette Excise Rates and Its Implication Towards Indonesia Capital Market," in *Proceedings of the 7th Regional Accounting Conference (KRA 2020)*, vol. 173, pp. 25–31, 2021, doi: 10.2991/aebmr.k.210416.004.
15. H. M. Jogiyanto, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, 11th ed. Yogyakarta, Indonesia: BPFY-Yogyakarta, 2017. [Online]. Available: <https://opac.perpusnas.go.id/DetailOpac.aspx?id=1138249>