

Analisis Reaksi Pasar Modal Sebelum Dan Sesudah Pengumuman Tarif Cukai

Astriawati^{1*}, Karuniana Dianta A. Sebayang², dan Dicky Iranto³

^{1,2,3} *Economic Education, Faculty Of Economics, Jakarta State University, Jakarta, Indonesia*

Email Address:

*astriawati889@gmail.com**, *dianta.sebayang@unj.ac.id*, *dicky@unj.ac.id*

**Corresponding author*

Submitted 06-11-2023 Reviewed 27-11-2023 Revised 01-12-2023 Accepted 11-12-2023 Published 13-12-2023

Abstract: The capital market part of economic activity that is susceptible to being influenced by events. The aim of this research was to analyze the influence of the announcement of excise rates in 2020-2022 on the capital market reaction. The capital market reaction is measured the Abnormal Return and Trading Volume Activity. The research sample is 4 cigarette companies listed on the Indonesian Stock Exchange. This research method is event study. The event window of 5 days before and after the event. The test results show that there is a significant difference in abnormal returns in 2020 and 2022 before and after the announcement of the cigarette excise rate increase. However, there is no difference in abnormal returns in 2021 and trading volume activity in 2020, 2021 and 2022 before and after the announcement of the cigarette excise rate increase.

Key Words: *Event study; Abnormal Return; TVA.*

Abstrak: Pasar modal bagian dari aktivitas ekonomi yang rentan dipengaruhi suatu peristiwa. Salah satu peristiwa yang dapat mempengaruhi adalah peristiwa pengumuman tarif cukai yang ditetapkan pemerintah. Tujuan penelitian ini dilakukan untuk menganalisis pengaruh peristiwa pengumuman kenaikan tarif cukai rokok tahun 2020-2022 terhadap reaksi pasar modal. Reaksi pasar modal diukur dengan menggunakan variabel *Abnormal Return* dan *Trading Volume Activity*. Sampel penelitian yaitu 4 perusahaan rokok yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Metode penelitian ini yaitu *event study*. *Event window* pada penelitian ini terdiri dari 5 hari sebelum dan sesudah peristiwa. Pengujian hipotesis menggunakan uji *Paired sample t-test* dan *wilcoxon signed rank test*. Hasil pengujian menunjukkan terdapat perbedaan signifikan pada *abnormal return* tahun 2020 dan 2022 sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman kenaikan tarif cukai rokok. Namun tidak terdapat perbedaan pada *abnormal return* tahun 2021 dan *trading volume activity* tahun 2020, 2021, dan 2022 sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman kenaikan tarif cukai rokok.

Kata Kunci: *Event study; Abnormal Return; TVA.*

PENDAHULUAN

Industri rokok merupakan salah satu industri pengelolaan hasil tembakau yang memiliki peranan penting dalam menggerakkan perekonomian nasional dan bernilai tinggi, karena memiliki *multiplier effect* yang sangat luas, seperti menumbuhkan perkembangan jasa terkait, penyediaan lapangan kerja bagi masyarakat, sumber devisa, sumber penerimaan pemerintah dan pajak (cukai). Menurut riset yang dilakukan oleh (The Tobacco Atlas, 2020) penggunaan rokok di Indonesia diproyeksikan bertambah sekitar 24 juta orang antara tahun 2015 sampai tahun 2025. Proyeksi tersebut akan terus mengalami penambahan karena di dorong oleh peningkatan produksi yang dilakukan oleh industri rokok. Dari data yang dilaporkan oleh Kementerian Keuangan produksi rokok di Indonesia mencapai 323,889 miliar batang hingga akhir tahun 2022 dan mencapai 115,070 miliar batang pada awal Januari-Mei tahun 2023.

Berkembang pesatnya industri rokok yang terjadi membuat kelompok masyarakat peduli akan kesehatan dan lingkungan terus mempertentangkan penjualan rokok yang



beredar. Pertentangan ini terjadi akibat dampak dari pembakaran rokok yang mengandung berbagai jenis toksin dan agen karsinogen yang dapat membahayakan, tidak hanya pada orang yang merokok tetapi juga pada orang sekitar (Isra & Umar, 2018). Pemerintah selaku pengatur kebijakan negara, dengan mempertimbangkan industri rokok yang masih menjadi harapan masyarakat dalam memperoleh pekerjaan juga penghasilan, industri rokok dikembangkan tanpa mengabaikan efek kesehatan dari rokok itu sendiri. Pemerintah juga berusaha mengendalikan dampak negatif tersebut dengan mengeluarkan salah satu kebijakan untuk produksi rokok yaitu terkait peningkatan kenaikan tarif cukai rokok.



Gambar 1. Rata-rata Kenaikan Tarif Cukai Rokok di Indonesia

Sumber: Kemenkeu (Kementerian Keuangan)

Pada **Gambar 1** terlihat, sejak penetapan awal adanya kebijakan kenaikan tarif cukai rokok yaitu tahun 2012 hingga 2022 tarif cukai yang ditetapkan oleh pemerintah telah mengalami kenaikan sebesar 108,600 persen. Penerapan kebijakan tarif cukai yang ditetapkan oleh pemerintah dalam pengendalian konsumsi rokok tersebut ternyata memberikan dampak lain dalam berbagai sisi perekonomian. Industri rokok menjadi salah satu penyumbang terbesar pendapatan negara dari pajak berupa cukai.

Tabel 1. Realisasi Penerimaan Cukai Tahun 2020 – 2022

Keterangan	Realisasi Penerimaan Cukai (dalam triliun rupiah)		
	2020	2021	2022
Cukai	151,120	167,510	195,740
Cukai Hasil Tembakau	146,030	161,690	188,440
Ethil Alkohol	0,230	0,100	0,120
MMEA	4,790	5,620	7,120
Denda Adm. Cukai	0,050	0,060	0,040
Cukai Lainnya	0,010	0,020	0,020
Plastik dan MBDK	0	0	0

Sumber : Publikasi APBN Kita Edisi Desember 2020-2022 (Kemenkeu)

Dari **Tabel 1** diketahui bahwa pendapatan negara terbesar kategori cukai masih diperoleh dari Cukai Hasil Tembakau (CHT). Pendapatan tersebut lebih besar dibandingkan dengan pendapatan dari cukai Ethil Alkohol, MMEA, dan cukai lainnya. Industri rokok yang ada di Indonesia menunjukkan pergerakan yang terus berjalan dan berkembang secara pesat meskipun terdapat penambahan nilai produksi yang harus dikeluarkan akibat adanya kenaikan tarif cukai.

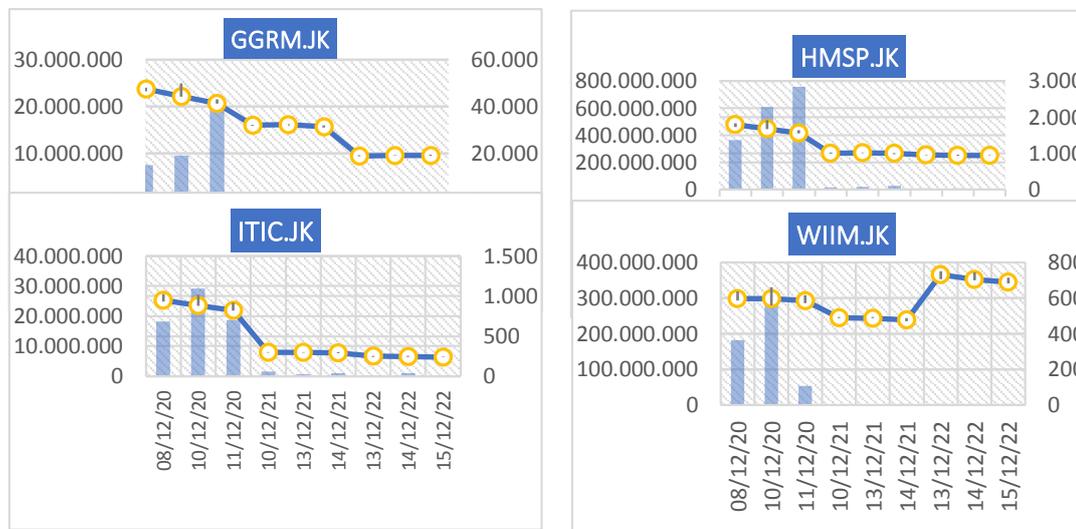
Tabel 1. Laba Bersih Perusahaan Rokok

Nama Perusahaan	Laba Bersih Perusahaan (dalam jutaan rupiah)		
	2020	2021	2022
PT. Gudang Garam Tbk	7,647	4,134	1,497
PT. Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk	8,581	5,554	4,902
PT. Wismilak Inti Makmur Tbk	172,506	108,939	169,519
PT. Indonesian Tobacco Tbk	6,120	15,767	19,313

Sumber: Laporan Keuangan dan Tahunan (idx.co.id)

Berbanding sebaliknya, bagi perusahaan imbasnya tarif cukai yang semakin melonjak mengakibatkan terjadinya fluktuasi terhadap laba yang dihasilkan. Pada **Tabel 2**, data yang didapatkan pada Bursa Efek Indonesia mencatat bahwa perusahaan rokok mengalami fluktuasi laba selama tiga tahun terakhir. Hal tersebut terjadi akibat beban cukai yang semakin meningkat dan penurunan pasar akibat produk rokok yang bercukai tinggi. Kinerja emiten rokok mengindikasikan bahwa belum sanggup lepas dari beban terutama cukai, beban tersebut masih sulit untuk diefisienkan. Ke depannya prospek kinerja perusahaan rokok akan terus bergantung pada sejumlah sentimen terutama kebijakan kenaikan tarif cukai, begitu juga dengan pasar modal yang terhubung di dalamnya.

Pasar modal sebagai salah satu instrumen ekonomi tentunya selalu berhubungan dengan berbagai pengaruh lingkungan, baik lingkungan internal maupun eksternal dari perusahaan yang bersangkutan. Kegiatan perdagangan yang ada di dalamnya mencerminkan apa yang terjadi pada suatu perekonomian, karenanya nilai investasi ditentukan oleh aliran kas yang diharapkan serta tingkat *return* yang diisyaratkan atas investasi tersebut, sehingga kedua faktor tersebut dipengaruhi oleh perubahan lingkungan eksternal yang terjadi (Putri, 2019). Salah satu peristiwa eksternal yang berdampak yaitu peristiwa pengumuman kebijakan kenaikan tarif cukai. Peristiwa tersebut secara tidak langsung dapat dikatakan mempengaruhi aktivitas di bursa efek. Kandungan informasi kenaikan tarif cukai saat diumumkan oleh pemerintah ternyata mampu memunculkan sentimen pada perubahan harga dari sekuritas yang bersangkutan khususnya harga saham.


Gambar 1. Fenomena Pergerakan Harga Saham dan TVA Industri Rokok

 Sumber : www.finance.yahoo.com

Fluktuasi yang terjadi pada harga dan volume perdagangan saham perusahaan rokok pada **Gambar 2** di atas menunjukkan adanya respon yang diberikan oleh pasar. Pada saat

terjadinya peristiwa pengumuman kenaikan tarif cukai 10 Desember 2020, 13 Desember 2021, dan 14 Desember 2022 harga dan volume perdagangan saham perusahaan rokok yang terdaftar di bursa efek Indonesia mengalami fluktuasi sebagaimana terlihat pada gambar. Hal tersebut menguatkan fakta bahwa pasar memberikan respon positif maupun negatif atas adanya peristiwa pengumuman kenaikan tarif cukai yang diberlakukan oleh pemerintah di sepanjang tahun 2020 hingga 2022. Kandungan informasi dari adanya pengumuman tersebut memberikan pengaruh besar bagi perusahaan. Para investor cenderung akan melakukan perubahan pada investasinya, karena mengalami ketakutan dalam berinvestasi. Sehingga peristiwa menjadi suatu kejadian yang berdampak dan dapat mempengaruhi *return* dari investor pada pasar modal termasuk Bursa Efek Indonesia (Larasati & Kelen, 2021). Pada umumnya, informasi yang dibutuhkan oleh seorang investor dapat berasal dari keadaan internal maupun eksternal perusahaan (emiten). Dalam melakukan transaksi saham, informasi yang terjadi merupakan salah satu hal penting dalam mengambil suatu keputusan. Hal tersebut dikarenakan informasi yang tersedia dapat mengurangi adanya ketidakpastian yang terjadi, sehingga keputusan yang akan diambil nantinya dapat sesuai dengan tujuan yang ingin dicapai (Utami, 2017). Event study dalam hal ini dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi dari suatu pengumuman dan melihat kemungkinan pasar akan bereaksi. Reaksi pasar terhadap kandungan informasi dalam suatu peristiwa dapat diukur dengan menggunakan *abnormal return* dan *trading volume activity* (TVA) sebagai variabel indikator transaksi perdagangan efek.

Reaksi pasar yang terindikasi memiliki kandungan informasi dalam suatu peristiwa akan ditunjukkan dengan adanya perubahan nilai harga saham dari sekruitas bersangkutan. Reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan *abnormal return*. Hal ini terjadi karena dari reaksi tersebut dapat mengetahui perubahan harga yang mengakibatkan *abnormal return* juga ikut berubah. Pada *signaling theory* menjelaskan bahwa investor dan calon investor akan melihat apakah suatu sinyal yang tersedia berarah positif atau negatif, salah satunya dengan melihat *abnormal return* saham perusahaan (Amin, 2022). *Abnormal return* positif terjadi ketika *actual return* lebih besar dibandingkan *expected return*. Dalam situasi tersebut membuat para investor tertarik untuk melakukan transaksi pada periode sekitar pengumuman dengan harapan mendapat keuntungan di atas normal. Sebaliknya jika situasi mengakibatkan *expected return* melebihi *actual return* maka pasar akan bereaksi negatif.

Reaksi terhadap suatu pasar modal dapat dilihat juga dari nilai likuiditas bagi perdagangan saham emiten yaitu melalui parameter pergerakan aktivitas perdagangan dipasar bursa atau biasa dikenal dengan *Trading Volume Activity* (TVA). (Sutrisno, 2017) menyatakan bahwa volume perdagangan merupakan salah satu instrumen yang digunakan dalam melihat reaksi pasar modal terhadap suatu informasi melalui parameter pergerakan aktivitas volume perdagangan saham yang terdapat di pasar. Perubahan volume perdagangan saham yang terjadi merupakan suatu indikator penting untuk mempelajari tingkah laku pasar dalam melakukan aksi jual beli di pasar bursa. Perubahan volume perdagangan yang terjadi juga akan menunjukkan aktivitas perdagangan di pasar modal dan mencerminkan keputusan investor dalam merespon suatu informasi.

Informasi adalah salah satu kebutuhan utama bagi investor, karena informasi dapat digunakan untuk mengambil suatu keputusan. Keputusan yang nantinya dilakukan oleh investor merupakan reaksi atas informasi yang mereka terima atau terjadi, di mana informasi tersebut dapat mempengaruhi keputusan yang diambil (Nani et al., 2019). Tujuan investor dalam melakukan investasi pada hakikatnya adalah berusaha menanamkan modalnya pada perusahaan yang mampu memberikan *return* atau keuntungan berupa dividen atau *capital gain*. Para pelaku pasar harus mampu menginterpretasikan dan



menganalisis suatu informasi sebagai sinyal yang baik atau buruk ketika informasi tersebut diumumkan. Pengujiannya hanya dilakukan untuk menguji apakah informasi mengakibatkan reaksi pada pasar, bukan seberapa cepat pasar bereaksi. Jika pengumuman mengandung informasi maka pasar akan bereaksi saat pengumuman tersebut diterima.

Penelitian terdahulu yang menjadi referensi penelitian ini menunjukkan adanya hasil yang beragam atau tidak konsisten terhadap penelitian yang sama. Penelitian ini mengacu pada penelitian yang sudah dilakukan oleh (Laili, 2017) mengenai “Abnormal Return dan Trading Volume Activity Sebelum dan Sesudah Pengumuman Kenaikan Tarif Cukai Rokok Periode 2016 (Studi Kasus pada Industri Rokok yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)” menunjukkan hasil bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara abnormal return dan trading volume activity sebelum dan sesudah kenaikan cukai. ask spread tidak memiliki perbedaan yang signifikan baik sebelum maupun sesudah pengumuman kebijakan kenaikan cukai rokok. Hasil berbeda diperoleh pada penelitian yang dilakukan oleh (Krisdwianto, 2019), "Pengaruh PMK NOMOR 152 PMK.010/2019 tentang Cukai Hasil Tembakau terhadap Minat Investasi Masyarakat" dengan pengujian menggunakan uji t-test menunjukkan hasil bahwa terdapat signifikansi abnormal return dan trading volume activity pada beberapa emiten industri rokok sebelum dan sesudah adanya pengumuman PMK Nomor 152/PMK.010/2019 tentang cukai hasil tembakau.

Berdasarkan fenomena yang telah dijelaskan di atas, kebijakan adalah suatu hal yang diduga dapat memicu reaksi pada pasar modal dengan asumsi kebijakan yang menjadi variabel tersebut memiliki kandungan informasi yang berhubungan langsung dengan industri terkait yang ada pada bursa efek Indonesia. Penelitian ini merupakan *event study* dari peristiwa kenaikan tarif cukai rokok pada tahun 2020 sampai 2022. Penelitian ini mengandung kebaruan pada pemilihan periode yang digunakan yaitu dari tahun 2020 sampai 2022 untuk mengetahui perbedaan reaksi yang diberikan oleh pasar saat terjadinya peristiwa khususnya saat terjadi peristiwa pengumuman kebijakan kenaikan tarif cukai. Penulis menduga bahwa pasar akan bereaksi dengan adanya peristiwa pengumuman kebijakan kenaikan tarif cukai rokok sehingga penelitian ini bertujuan untuk meneliti reaksi pasar yang diukur melalui *abnormal return* dan *trading volume activity* pada suatu pengumuman.

KAJIAN TEORI

Teori Sinyal. Teori sinyal pertama kali dikemukakan oleh (Spence, 1973) mengatakan bahwa dengan memberikan suatu sinyal, pihak pemilik informasi akan berusaha memberikan informasi yang dapat dimanfaatkan oleh penerima informasi (investor). Setelahnya, pihak penerima informasi akan menyesuaikan perilakunya sesuai dengan pemahamannya terhadap sinyal tersebut. Teori ini didasarkan pada pemikiran mengenai bagaimana manajemen akan memberikan informasi kepada investor atau pemegang saham ketika mendapatkan suatu informasi yang berkaitan dengan perusahaan. Menurut (Hartono, 2017) teori sinyal menjelaskan bahwa pentingnya suatu informasi terhadap keputusan investor. Sebagaimana *signalling theory* mengasumsikan bahwa investor bertindak sesuai dengan informasi yang diterima.

Pada saat informasi diumumkan, pelaku pasar akan menginterpretasikan dan menganalisis apakah informasi tersebut sebagai sinyal baik (*good news*) atau sinyal buruk (*bad news*). Reaksi pasar positif terjadi jika investor memandang informasi yang diterima sebagai *good news*, maka akan menambah jumlah pembelian yang terjadi dan akan menurunkan penawaran di pasar sehingga harga akan terdorong naik atau ditandai dengan



meningkatnya aktivitas perdagangan saham. Reaksi pasar negatif terjadi jika investor memandang informasi yang diterima sebagai *bad news*, maka akan mempengaruhi jumlah pembelian yang terjadi dan akan menambah penawaran di pasar sehingga harga akan terdorong turun, atau ditandai dengan menurunnya aktivitas perdagangan saham. Pasar tidak akan bereaksi apabila sinyal yang diberikan tidak memiliki kandungan informasi yang kuat (Sari & Dewi, 2021).

Teori Efisiensi Pasar. Efisiensi pasar adalah refleksi dari adanya konsep efisiensi informasi. Konsep pasar efisien pertama kali dikemukakan oleh (Fama, 1970). Harga-harga yang terbentuk di pasar merupakan cerminan dari informasi yang ada atau “*stock prices reflect all available information*”. Konsep dasar efisien pasar yaitu menggambarkan bagaimana pasar merespon setiap informasi yang masuk dan bagaimana informasi tersebut selanjutnya mempengaruhi harga sekuritas menuju harga keseimbangan yang baru. Teori efisiensi pasar menghubungkan antara penyerapan informasi yang terjadi dengan harga dari sekuritas yang bersangkutan. Pasar dapat dikatakan efisien dilihat dari adanya harga sekuritas yang mencerminkan segala informasi yang tersedia, baik di dalam informasi sebelumnya, informasi publik, dan informasi privat atau rahasia yang tersedia di pasar.

(Tandelilin, 2017) mengemukakan bahwa konsep pasar yang lebih efisien ditekankan pada aspek informasi (*Informationally Efficient Market*). Pasar yang efisien dapat diukur melalui hubungan antara harga dengan informasi, di mana harga yang terjadi akibat efek tersebut dikatakan efisien dari sudut pandang informasional. Dalam asumsi ini, efisiensi pasar diklasifikasikan ke dalam 3 (tiga) bentuk umum, sebagai berikut: (1) Efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form*): Efisiensi pasar bentuk lemah mengasumsikan bahwa semua informasi di masa lalu (historis) akan tercermin dalam harga yang terbentuk saat ini, (2) Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semistrong form*): Efisiensi pasar bentuk setengah kuat mengasumsikan bahwa harga saham yang terbentuk sekarang telah mencerminkan informasi historis dan di dukung dengan semua informasi yang di publikasikan, (3) Efisiensi pasar bentuk kuat (*strong form*): Efisiensi pasar bentuk kuat mengasumsikan bahwa harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang tersedia termasuk informasi yang privat.

Teori Cukai. Cukai adalah instrumen fiskal yang mempunyai kedudukan cukup penting sebagai alat pengumpul penerimaan negara. Keberadaan pungutan cukai sebagai salah satu jenis pajak yang dipungut oleh otoritas negara, tidak lepas dari konsep pungutan pajak secara umum. Hal tersebut menitikberatkan pada definisi pajak yang dilihat dari sudut pandang *budgetair*, di mana pajak dimaksudkan sebagai salah satu sumber penerimaan negara. Cukai merupakan salah satu pungutan Negara yang dikenakan terhadap barang-barang tertentu, spesifikasinya yaitu terhadap barang yang memiliki sifat dan karakteristik yang telah ditetapkan oleh pemerintah dalam undang-undang Nomor 39 tahun 2007 tentang Perubahan Atas Undang-undang Nomor 11 tahun 1995 tentang cukai. Yang termasuk barang-barang tertentu dan memiliki sifat atau karakteristik sebagai berikut: (1) Peredarannya perlu diawasi, (2) Konsumsinya perlu dikendalikan, (3) Pemakainya dapat menimbulkan pengaruh negatif bagi masyarakat atau lingkungan hidup, 3) Pemakaiannya perlu pembebanan pungutan negara demi keadilan dan keseimbangan (Ahsan et al., 2020).

Fungsi penenaan cukai tersebut sendiri pada dasarnya dilakukan oleh pemerintah sebagai alat *budgetair* yang berperan dalam sumber penerimaan negara dan alat *regulerend* dalam mengontrol konsumsi. Implementasi pelaksanaan kedua fungsi tersebut terlihat dari adanya penetapan tarif cukai dan pengawasan atas BKC. Khusus penetapan cukai tembakau pemerintah melakukan penyesuaian setiap tahun guna mengendalikan konsumsi



atas hasil tembakau (Azizah & Purwana, 2021). Tarif cukai dimaksud telah diatur melalui Undang-undang tentang cukai menjadi dasar oleh pemerintah dalam perancangan Peraturan Kementerian Keuangan untuk melakukan pengendalian dan pengawasan terhadap Industri Hasil Tembakau, serta kepentingan penerimaan negara. Penentuan besaran tarif cukai dan perubahan tarif cukai diatur lebih lanjut melalui Peraturan Menteri Keuangan. Peraturan Menteri Keuangan yang telah dikeluarkan sesuai dengan penetapan undang-undang terkait cukai tersebut terlihat dari PMK 179/PMK.011/2012 mengenai Tarif Cukai Hasil tembakau. Peraturan Menteri Keuangan tersebut terus diperbaharui sampai saat ini. Pada tahun 2022, Kementerian Keuangan mengeluarkan PMK nomor 109/PMK.010/2022 mengenai Tarif Cukai Hasil Tembakau Berupa Sigaret, Rokok Daun, dan Tembakau Iris yang merupakan pengganti PMK No.192/PMK.010/2021.

Pasar Modal. Menurut (Tandelilin, 2017), Pasar modal merupakan pertemuan antara pihak yang memiliki kelebihan dana dengan yang membutuhkan dana melalui proses memperjualbelikan sekuritas. Pasar modal menjadi penghubung antara perusahaan maupun institusi lain (seperti pemerintah) dengan investor dalam kegiatan berinvestasi (www.idx.co.id). Pasar modal dalam arti sempit merupakan suatu tempat yang terorganisasi efek-efek yang diperdagangkan atau disebut bursa efek. Bursa efek adalah sistem yang terorganisasi mempertemukan penjual dan pembeli efek baik dilakukan secara langsung maupun tidak langsung. Efek adalah setiap surat berharga (sekuritas) yang diterbitkan oleh perusahaan, seperti: surat pengakuan utang, surat berharga komersial, saham, obligasi, tanda bukti utang, bukti *right*, dan *warrant*. Dengan demikian, pasar modal merupakan salah satu kegiatan yang berhubungan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, di mana mempertemukan dua pihak untuk mencapai suatu kesepakatan (Al Jazuli, 2018).

Reaksi Pasar. *Event study* adalah salah satu studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. Pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi dari suatu peristiwa, termasuk peristiwa kenaikan tarif cukai sebagai peristiwa eksternal perusahaan. Reaksi ini dapat dilihat dengan adanya perubahan harga yang diukur dengan *abnormal return* dan likuiditas perusahaan yang diukur dengan volume perdagangan saham (TVA). **Abnormal Return.** *Abnormal return* secara umum selisih antara *return* sesungguhnya (*actual return*) dengan *return* yang diharapkan (*excepted return*). Suatu pasar dapat menerima *abnormal return* apabila pengumuman yang ada mengandung suatu informasi atau dapat dikatakan bahwa pengumuman tersebut mempengaruhi reaksi pasar (Rahmawati, 2020). Oleh karena itu, *return* yang diterima investor dapat berbeda dengan apa yang diharapkan, hal ini terjadi karena adanya informasi yang mempengaruhinya atau informasi yang terjadi dapat mengubah nilai pada perusahaan (Syafullah, 2017). Nilai dari informasi yang dimiliki oleh suatu peristiwa mengakibatkan investor mendapat ketidaknormalan *return*. Informasi tersebut mengakibatkan kenaikan atau kemerosotan *return* yang nantinya diperoleh investor.

Trading Volume Activity (TVA). Aktivitas perdagangan saham yang terlihat dari gambaran likuiditas saham dapat diketahui melalui total aktivitas volume perdagangan suatu periode tertentu atau yang sering dikenal dengan istilah *Trading Volume Activity* (TVA). *Trading volume activity* juga dikatakan sebagai rasio lembar saham yang dapat diperdagangkan pada periode tertentu. Kegiatan perdagangan saham tidak jauh berbeda dengan perdagangan pada umumnya yang melibatkan penjual dan pembeli. Perdagangan saham yang terjadi akan menghasilkan volume perdagangan saham, hal inilah yang menyebabkan jumlah volume saham yang diperjualbelikan dapat berubah-ubah setiap



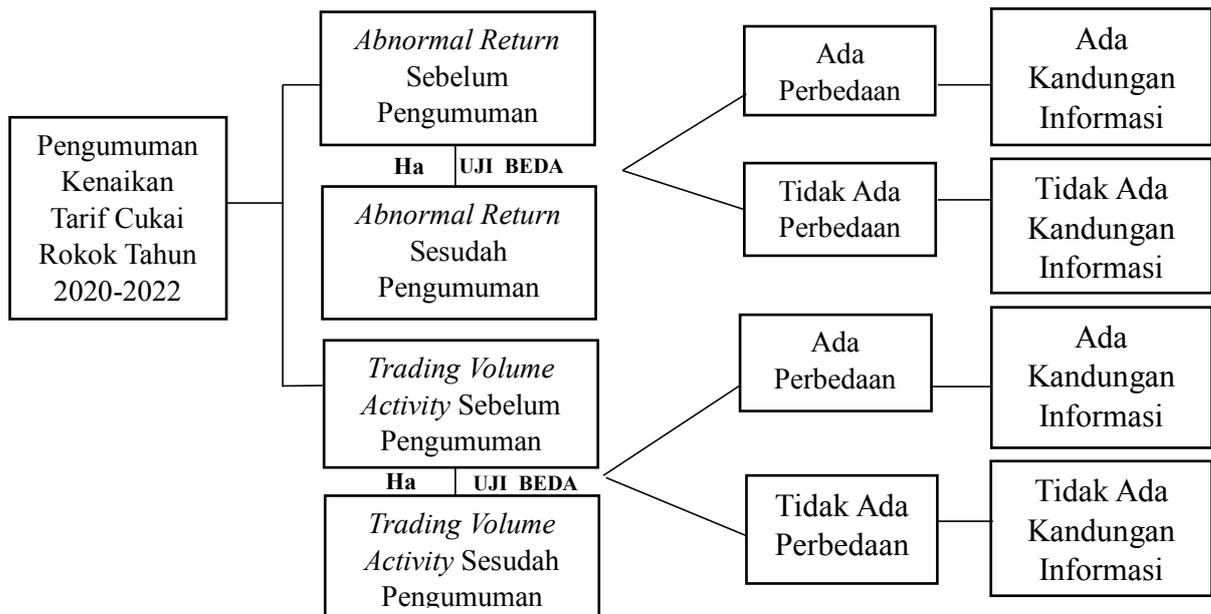
harinya. Aktivitas volume perdagangan merupakan suatu indikator yang menjadi sinyal reaksi pasar terhadap suatu peristiwa. Pengumuman yang mengandung *good news* akan memberikan pengaruh yang baik terhadap minat investor dalam saham. Sebaliknya, jika pengumuman mengandung *bad news* maka minat investor terhadap saham akan menurun. Adanya peningkatan dan penurunan investor terhadap saham dapat tercermin dalam TVA (Diantriasih, 2018).

Study Peristiwa. Study peristiwa (*event study*) disebut juga dengan analisis residual atau pengujian reaksi pasar. Studi peristiwa adalah studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. Menurut (Astawinestu, 2020) *event study* merupakan salah satu studi yang digunakan untuk mempelajari pengaruh suatu peristiwa terhadap sekuritas harga di pasar, baik pada saat peristiwa itu terjadi ataupun setelahnya. Pasar dapat dikatakan bereaksi saat pengumuman tersebut diterima oleh pasar apabila pengumuman tersebut mengandung informasi. Informasi atau peristiwa dianggap sebagai kabar baik atau buruk dihubungkan dengan nilai ekonomis yang dikandungnya. Jika suatu informasi mengandung nilai ekonomis yang meningkatkan nilai perusahaan, maka dapat dikategorikan sebagai kabar baik. Sebaliknya, jika informasi mengandung nilai ekonomis yang menurunkan nilai perusahaan dikategorikan sebagai kabar buruk. Reaksi pasar tersebut ditunjukkan dengan adanya perubahan harga sekuritas yang bersangkutan.

Menurut (Hartono, 2018) ada beberapa alasan dalam melakukan studi peristiwa, yaitu untuk menganalisis pengaruh dari suatu peristiwa terhadap nilai perusahaan. Dibandingkan dengan laba akuntansi, harga saham dalam *event study* dipandang lebih mencerminkan kinerja sesungguhnya dari suatu perusahaan (Haslinda, 2017). Studi peristiwa digunakan untuk mengukur langsung reaksi pasar yang tercermin pada harga saham saat terjadi peristiwa, dan mempermudah data untuk mengukur *return* pasar. Reaksi pasar tersebut dapat diukur dengan menggunakan *return* maupun *abnormal return*. Jika menggunakan *abnormal return*, peristiwa yang mengandung suatu informasi akan memberikan *abnormal return* pada pasar. Selain dengan *abnormal return* reaksi pasar dapat diindikasikan dengan adanya perubahan volume perdagangan saham atau biasa dikenal dengan *trading volume activity*. Perubahan yang terjadi pada volume perdagangan akan menggambarkan dan mencerminkan keputusan investor dalam melakukan investasi dipasar modal (Fajarwati & Nurasik, 2021).

Kerangka Berpikir dan Hipotesis. Penelitian ini ingin menginvestigasi keterkaitan antara terjadinya peristiwa pengumuman kenaikan tarif cukai terhadap reaksi pasar modal yang dapat dilihat melalui *Abnormal Return* dan *Trading Volume Activity* Saham perusahaan rokok selama periode 2020, 2021, dan 2022. Kerangka teori penelitian diperlihatkan seperti gambar berikut:





Gambar 3. Model Penelitian

Hipotesis. Berdasarkan hasil kerangka teori maka peneliti merumuskan hipotesis penelitian dengan rincian sebagai berikut:

Ha1: Terdapat perbedaan *Abnormal Return* saham perusahaan rokok sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman kenaikan tarif cukai tahun 2020.

Ha2: Terdapat perbedaan *Trading Volume Activity* saham perusahaan rokok sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman kenaikan tarif cukai tahun 2020.

Ha3: Terdapat perbedaan *Abnormal Return* saham perusahaan rokok sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman kenaikan tarif cukai tahun 2021.

Ha4: Terdapat perbedaan *Trading Volume Activity* saham perusahaan rokok sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman kenaikan tarif cukai tahun 2021.

Ha5: Terdapat perbedaan *Abnormal Return* saham perusahaan rokok sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman kenaikan tarif cukai tahun 2022.

Ha6: Terdapat perbedaan *Trading Volume Activity* saham perusahaan rokok sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman kenaikan tarif cukai tahun 2022.

METODE PENELITIAN

Design Penelitian. Desain penelitian yang digunakan pada penelitian ini adalah pendekatan kuantitatif dengan metode penelitian yaitu *event study* atau studi peristiwa. Event study merupakan salah satu studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. Pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi dari suatu peristiwa, termasuk peristiwa kenaikan tarif cukai sebagai peristiwa eksternal perusahaan. Penelitian ini berfokus untuk menguji bagaimana reaksi pasar perusahaan rokok dari adanya peristiwa pengumuman kenaikan tarif cukai hasil tembakau tahun 2020, 2021, dan 2022.

Populasi dan Sampel. Populasi penelitian ini perusahaan rokok di Bursa Efek Indonesia periode pengamatan 2020, 2021, dan 2022. Dalam penelitian ini peneliti

menggunakan teknik sampling jenuh atau sensus. Sampel jenuh adalah teknik penentuan sampel di mana semua anggota populasi dijadikan sampel. Jadi berdasarkan penjelasan di atas teknik ini relevan dengan penelitian yang akan dilakukan, maka jumlah sampel dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan industri rokok yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang berjumlah 4 perusahaan rokok.

Metode Pengumpulan Data. Metode yang digunakan oleh penulis yaitu melalui data sekunder yang diperoleh dari berbagai sumber. Data yang dikumpulkan merupakan data historik pergerakan harga saham harian, IHSG harian, jumlah saham yang diperdagangkan secara harian dan jumlah saham beredar selama periode pengamatan yang dapat diakses dari website www.idx.com, dan www.finance.yahoo.com.

Operasional Variabel. Operasional variabel berisi definisi variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian dan menunjukkan bagaimana cara pengukuran dari masing-masing variabel tersebut, setiap indikator yang dihasilkan dari data sekunder dan dari suatu perhitungan terhadap formulasi yang mendasarkan pada konsep teori. **Variabel Abnormal Return (AR).** *Abnormal Return* diartikan sebagai suatu kelebihan dari pengembalian yang sebenarnya terjadi terhadap pengembalian normal. Maka, *abnormal Return* dapat dikatakan sebagai selisih antara *return* aktual yang diterima saat terjadinya peristiwa dengan *expected return* (Pratama & Mutumanikan, 2021). Tahapan perhitungan *abnormal return* adalah menentukan *return* aktual, *return* pasar, *expected return*, kemudian *abnormal return*. Perhitungan *expected return* dalam penelitian ini menggunakan metode *market model* atau *single indeks model*.

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

Dimana, R_{it} adalah *Actual Return* perusahaan ke- i pada waktu t , P_t menyatakan Harga saham perusahaan ke- i pada waktu t , dan P_{t-1} adalah Harga saham perusahaan ke- i pada waktu $t-1$.

$$R_m = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}} \dots\dots\dots (2)$$

Dimana, R_m menyatakan return pasar pada saat t , $IHSG_t$ adalah Indeks Harga Saham Gabungan pada saat t , dan $IHSG_{t-1}$ = Indeks Harga Saham Gabungan pada saat $t-1$. Setelah dihasilkan return pasar langkah selanjutnya yaitu meregresikan saham individual harian dengan return pasar harian untuk memperoleh α (alfa) dan β (beta) masing-masing saham dengan menggunakan teknik regresi OLS (*Ordinary Least Square*) pada model pasar atau *single indeks model*.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots (3)$$

Dimana, R_{it} adalah *return* saham i pada periode t , R_{mt} menunjukkan *return* IHSG pada periode t , α_i adalah bagian *return* saham i yang tidak dipengaruhi kinerja pasar, β_i adalah sensitivitas *retun* saham i atas pergerakan pasar (disebut juga sebagai beta saham i), dan ε_{it} adalah Kesalahan residual.

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i E(R_{mt}) \dots\dots\dots (4)$$



Dimana, $E(R_{it})$ menunjukkan *Expected return* sekuritas ke- i pada periode estimasi t , α_i adalah bagian *return* saham i yang tidak dipengaruhi kinerja pasar, β_i adalah sensitivitas *return* saham i atas pergerakan pasar (disebut juga sebagai beta saham i), dan $E(R_{mt})$ adalah $E(R_{mt})$ pasar pada periode t (menggunakan data R_{mt} selama periode peristiwa)

$$AR_{it} = R_{i,t} - E(R_{i,t}) \dots\dots\dots (5)$$

Untuk $AR_{i,t}$ menunjukkan *Abnormal return* saham i pada periode ke- t , $R_{i,t}$ adalah Actual return saham i pada periode ke- t dan $E(R_{i,t})$ adalah expected return saham i pada periode ke- t .

$$AAR_{i,t} = \sum_{t=1}^n \frac{AR_{it}}{n} \dots\dots\dots (6)$$

Dimana, $AAR_{i,t}$ adalah *Average Abnormal return* emiten i pada periode t , $AR_{i,t}$ adalah *Abnormal return* emiten i pada periode ke- t , dan N adalah Jumlah periode pengamatan.

Variabel Trading Volume Activity (TVA). *Trading Volume Activity* (TVA) merupakan salah satu indikator yang digunakan dalam menganalisis pergerakan saham dengan cara melihat dari adanya tingkat *supply* dan *demand* pada saham perusahaan.

$$TVA = \frac{\text{Jumlah saham perusahaan } i \text{ yang diperdagangkan pada waktu } t}{\text{Jumlah saham perusahaan } i \text{ yang beredar pada waktu } t} \dots\dots\dots (7)$$

$$\bar{X}TVA = \frac{\sum TVA_i}{n} \dots\dots\dots (8)$$

Dimana, \bar{X} TVA adalah rata-rata *trading volume activity*, N adalah Jumlah Sampel, dan TVA_i adalah *trading volume activity* pada sekuritas i .

Analisis Hipotesis. Pengujian hipotesis merupakan prosedur yang dilakukan untuk menentukan dan memutuskan apakah menerima atau menolak suatu hipotesis. Pengujian hipotesis pada penelitian ini dapat menggunakan pengujian parametrik yaitu uji *paired sample t-test* dan non-parametrik yaitu uji *wilcoxon signed rank test*.

Uji paired sample t-test. *Paired sample t-test* adalah alat analisis parametrik sehingga syarat utama penggunaannya asumsi data harus terdistribusi normal yang bertujuan untuk mengetahui ada tidaknya perbedaan rata-rata dari dua sampel bebas. Terdapat dua cara pengambilan keputusan pengujian hipotesis dalam uji *Paired sample t-test* sebagai berikut: pertama, dengan cara membandingkan taraf signifikansi (P-Value), jika nilai probabilitas lebih kecil dari *level of significant* (α sama dengan 5 persen atau 0,050) maka terdapat perbedaan yang signifikan (H_a diterima dan H_0 ditolak) dan jika nilai probabilitas lebih besar dari *level of significant* (α sama dengan 5 persen atau 0,050) maka tidak terdapat perbedaan yang signifikan (H_a ditolak dan H_0 diterima). Kedua, dengan cara melihat perbandingan t-hitung dengan t-tabel pada uji *paired sample t-test*, jika nilai T hitung lebih besar dari T tabel, Maka H_0 ditolak, H_a diterima dan jika nilai T hitung lebih kecil dari T tabel, Maka H_0 diterima, H_a ditolak.

Uji wilcoxon signed rank test. Uji *wilcoxon signed rank test* merupakan analisis non-parametrik yang digunakan untuk mengetahui ada atau tidaknya perbedaan antara dua sampel yang berkaitan atau berhubungan. Uji *wilcoxon* digunakan sebagai alternatif dalam



uji *paired sample t-test* apabila data yang akan digunakan tidak memenuhi asumsi distribusi normal. Terdapat dua cara pengambilan keputusan pengujian hipotesis dalam Uji *wilcoxon signed rank test* sebagai berikut: pertama, dengan cara membandingkan taraf signifikansi (P-Value), jika nilai Asymp. Sig. (2-tailed) lebih kecil dari 0,050, maka terdapat perbedaan yang signifikan (H_a diterima dan H_0 ditolak) dan jika nilai Asymp. Sig. (2-tailed) lebih besar dari 0,050, maka tidak terdapat perbedaan yang signifikan (H_a ditolak dan H_0 diterima). Kedua, dengan cara melihat perbandingan nilai Z-hitung dengan Z-tabel pada uji *wilcoxon signed rank test*, jika Z hitung lebih besar dari Z tabel, Maka H_a diterima dan H_0 ditolak dan jika Z hitung lebih kecil dari Z tabel, maka H_a ditolak dan H_0 diterima.

HASIL PENELITIAN

Deskripsi Subjek Penelitian. Subjek yang dianalisis dalam penelitian ini dikhususkan pada perusahaan rokok yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2020, 2021, dan 2022. Dengan teknik Sampel jenuh di mana semua anggota populasi dijadikan sampel. Berdasarkan teknik sampel yang digunakan maka jumlah sampel adalah seluruh perusahaan industri rokok yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Tabel 3. Perusahaan yang Memenuhi Kriteria Sampel

No.	KODE	PERUSAHAAN	Sektor
1	GGRM	PT. Gudang Garam Tbk	Rokok
2	HMSP	PT. Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk	Rokok
3	WIIM	PT. Wismilak Inti Makmur Tbk	Rokok
4	ITIC	PT. Indonesian Tobacco Tbk	Rokok

Sumber: www.sahamu.com

Banyaknya perusahaan sektor rokok yang tercatat di BEI sepanjang kurun waktu tahun 2020 sampai 2022 adalah 4 perusahaan. **Tabel 3 di atas** menunjukkan 4 perusahaan rokok yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan perusahaan tersebutlah yang nantinya akan menjadi sampel pada penelitian ini. Pengujian hipotesis dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan uji beda yaitu uji *Paired sample t-test* dengan syarat utama penggunaannya asumsi data harus terdistribusi normal, apabila data tidak terdistribusi normal maka pengujian dilakukan dengan menggunakan uji *wilcoxon signed rank test*. Pengujian data menggunakan bantuan komputer dengan *software* SPSS versi 25.

Statistik Deskriptif. Analisis deskriptif digunakan untuk menggambarkan serta mendeskripsikan data dari sampel yang sudah dipilih. Sampel yang dipilih yaitu 4 perusahaan rokok yang terdampak dari adanya pengumuman kenaikan tarif cukai dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2020, 2021, dan 2022 dengan periode pengamatan lima hari sebelum (H-5) dan lima hari sesudah (H+5) pengumuman. Statistik deskriptif pada penelitian ini hasil dari perhitungan rata-rata *abnormal return* dan *trading volume activity* sebelum dan sesudah pengumuman kenaikan tarif cukai yang di dalamnya terdapat nilai minimum, nilai maksimum, rata-rata, dan standar deviasi.



Tabel 4. Statistik Deskriptif Tahun 2020 sampai 2022

	N	Descriptive Statistics			
		Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
AAR_SBLM2020	4	-0,030	0,022	0,009	0,023
AAR_SSDH2020	4	-0,052	-0,011	-0,024	0,018
ATVA_SBLM2020	4	0,001	0,036	0,011	0,016
ATVA_SSDH2020	4	0,002	0,034	0,013	0,014
AAR_SBLM2021	4	0,027	0,008	0,002	0,003
AAR_SSDH2021	4	-0,006	0,034	-0,003	0,002
ATVA_SBLM2021	4	0,100	0,001	0,055	0,004
ATVA_SSDH2021	4	0,014	0,001	0,073	0,005
AAR_SBLM2022	4	0,002	0,014	0,009	0,005
AAR_SSDH2022	4	-0,003	0,002	-0,085	0,002
ATVA_SBLM2022	4	0,080	0,086	0,050	0,004
ATVA_SSDH2022	4	0,067	0,075	0,051	0,003
Valid N (listwise)	4				

Sumber : BEI. Data sekunder diolah dengan SPSS 25

Berdasarkan hasil pengujian statistik deskriptif pada **Tabel 4** di atas terlihat bahwa hasil rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman kenaikan tarif cukai tahun 2020, 2021, dan 2022 mengalami perbedaan yang dihasilkan. Perbedaan di setiap tahunnya menunjukkan ke arah negatif atau terjadinya pergerakan harga saham yang cenderung mengalami penurunan sehingga menyebabkan *abnormal return* yang diperoleh mengalami penurunan juga. Nilai negatif pada *abnormal return* tersebut menunjukkan adanya reaksi pada investor karena rata-rata *abnormal return* sebelum pengumuman kenaikan tarif cukai bernilai positif. Begitu juga untuk rata-rata *trading volume activity* sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman kenaikan tarif cukai tahun 2020, 2021, dan 2022 mengalami perbedaan yang dihasilkan. Perbedaan di setiap tahunnya menunjukkan ke arah positif. Hal tersebut menggambarkan bahwa sebelum dan sesudah terjadi pengumuman mengalami peningkatan volume perdagangan yang menunjukkan adanya reaksi pada investor.

Uji Normalitas. Pengujian normalitas data dilakukan dengan menggunakan *Shapiro-Wilk*. Alasan dilakukannya uji normalitas yaitu untuk mengetahui uji statistik yang akan digunakan. Apabila sampel data berdistribusi normal maka uji statistik yang dilakukan menggunakan *Paired Sample T-test*. Sebaliknya, apabila sampel data berdistribusi tidak normal maka uji statistik yang digunakan yaitu *Wilcoxon Signed Rank Test*. Apabila nilai probabilitas *lebih besar dari level of significant* (α sama dengan 5 persen atau 0,050) maka data tersebut terdistribusi dengan normal. Namun, apabila nilai probabilitas lebih kecil dari *level of significant* (α sama dengan 5 persen atau 0,050) maka data terdistribusi tidak normal. Setelah dilakukan uji normalitas menggunakan IBM SPSS Statistics 25 diperoleh hasil sebagai berikut.



Tabel 5. Uji Normalitas Abnormal Return dan Trading Volume Activity Tahun 2020 sampai 2022

		Tests of Normality		
			Shapiro-Wilk	
		N	Sig.	Keterangan
AAR 2020	Sebelum	4	0,539	Normal
	Sesudah	4	0,135	Normal
ATVA 2020	Sebelum	4	0,018	Tidak Normal
	Sesudah	4	0,212	Normal
AAR 2021	Sebelum	4	0,087	Normal
	Sesudah	4	0,784	Normal
ATVA 2021	Sebelum	4	0,432	Normal
	Sesudah	4	0,267	Normal
AAR 2022	Sebelum	4	0,441	Normal
	Sesudah	4	0,879	Normal
ATVA 2022	Sebelum	4	0,154	Normal
	Sesudah	4	0,178	Normal

a. Lilliefors Significance Correction

Sumber : BEI. Data sekunder diolah dengan SPSS 25

Dari hasil uji normalitas pada **Tabel 5** di atas, dengan melihat *rata-rata abnormal return* dan *trading volume activity* pada perusahaan rokok sebelum dan sesudah pengumuman dihasilkan nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)*. Untuk tahun 2020-2022 rata-rata *abnormal return* perusahaan rokok sebelum dan sesudah pengumuman dihasilkan nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)* lebih besar dari 0,050 dapat disimpulkan bahwa data tersebut memenuhi asumsi normal sehingga untuk pengujian hipotesis *abnormal return* tahun 2020-2022 pada penelitian ini menggunakan uji statistik *Paired Sample T-test*. Untuk rata-rata *trading volume activity* perusahaan rokok sebelum dan sesudah pengumuman tahun 2020 dihasilkan nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)* yaitu untuk ATVASBLM lebih kecil dari 0,050 dan ATVASSDH lebih besar dari 0,050 dapat disimpulkan bahwa data tersebut tidak memenuhi asumsi distribusi normal sehingga pengujian hipotesis tahun 2020 dilakukan dengan menggunakan uji statistik *Wilcoxon Signed Rank Test*. Sedangkan untuk rata-rata *trading volume activity* perusahaan rokok sebelum dan sesudah pengumuman pada tahun 2021 dan 2022 dihasilkan nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)* lebih besar dari 0,050 dapat disimpulkan bahwa data tersebut memenuhi asumsi normal sehingga untuk pengujian hipotesis tahun 2021 dan 2022 menggunakan uji statistik *Paired Sample T-test*.

Hasil Pengujian Hipotesis. Penelitian ini menggunakan pengujian parametrik yaitu uji *paired sample t-test* dan non-parametrik yaitu uji *wilcoxon signed rank test*. Dalam pengujian hipotesis data dikelompokkan menjadi 2 bagian, yaitu rata-rata *abnormal return* dan *trading volume activity* sebelum dan sesudah pengumuman kenaikan tarif cukai. Berikut ini merupakan hasil pengujian dari hipotesis:

Tabel 6. Hasil Pengujian Hipotesis Uji Paired Sample T-test

		Paired Samples Test			
		T	Df	Sig. (2-tailed)	Keterangan
Pair 1	AAR_SBLM2020	6,563	3	0,007	Terdapat Perbedaan
	AAR_SSDH2020				
Pair 2	AAR_SBLM2021	1,977	3	0,142	Tidak Terdapat Perbedaan
	AAR_SSDH2021				
Pair 3	AAR_SBLM2022	3,575	3	0,037	Terdapat Perbedaan
	AAR_SSDH2022				
Pair 4	ATVA_SBLM2021	-2,501	3	0,088	Tidak Terdapat Perbedaan
	ATVA_SSDH2021				
Pair 5	ATVA_SBLM2022	-0,112	3	0,918	Tidak Terdapat Perbedaan
	ATVA_SSDH2022				

Sumber : BEI. Data sekunder diolah dengan SPSS 25

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis menggunakan uji *Paired Sample T-test* pada **Tabel 6** di atas menunjukkan bahwa untuk data *Abnormal Return* perusahaan rokok sebelum dan sesudah pengumuman kenaikan tarif cukai tahun 2020 dan 2022 mempresentasikan bahwa informasi tersebut memberikan perbedaan pada *Abnormal Return* yang artinya terdapat reaksi pada pasar. Sedangkan untuk *Abnormal Return* perusahaan rokok sebelum dan sesudah pengumuman kenaikan tarif cukai tahun 2021 mempresentasikan bahwa informasi tersebut tidak memberikan perbedaan pada *Abnormal Return* yang artinya tidak terdapat reaksi pada pasar. Sedangkan untuk pengujian hipotesis *Trading Volume Activity* dengan menggunakan uji *Paired Sample T-test* menunjukkan bahwa untuk data *Trading Volume Activity* perusahaan rokok sebelum dan sesudah pengumuman kenaikan tarif cukai tahun 2021, dan 2022 mempresentasikan bahwa informasi tersebut tidak memberikan perbedaan pada *Trading Volume Activity* yang artinya tidak terdapat reaksi pada pasar.

Tabel 7. Hasil Pengujian Hipotesis Uji Wilcoxon Signed Rank Test

		Test Statistics ^a		Keterangan
		ATVA_SSDH2020		
		–		
		ATVA_SBLM2020		
Z			-,730 ^b	Tidak Terdapat
Asymp. Sig. (2-tailed)			0,465	Perbedaan

a. Wilcoxon Signed Ranks Test

b. Based on negative ranks.

Sumber : BEI. Data sekunder diolah dengan SPSS 25



Berdasarkan pengujian hipotesis untuk *Trading Volume Activity* dengan menggunakan uji *Wilcoxon Signed Rank Test* pada **Tabel 7** di atas menunjukkan bahwa untuk data *Trading Volume Activity* perusahaan rokok sebelum dan sesudah pengumuman kenaikan tarif cukai tahun 2020 mempresentasikan bahwa informasi tersebut tidak memberikan perbedaan pada *Trading Volume Activity* yang artinya tidak terdapat reaksi pada pasar.

DISKUSI

Pembahasan Abnormal Return dan Trading Volume Activity Sebelum dan Sesudah Peristiwa Tahun 2020 (Ha1 dan Ha2). Berdasarkan hasil pengujian analisis data dengan menggunakan uji statistik *Paired Sample T-test* menunjukkan bahwa hipotesis pertama (Ha1) di terima, artinya terdapat perbedaan *Abnormal Return* saham perusahaan rokok sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman kenaikan tarif cukai tahun 2020, sebagaimana dapat terlihat pada hasil pengujian **Tabel 6**. Perbedaan yang terjadi menunjukkan bahwa pengumuman yang diterima memiliki kandungan informasi (*information content*) sehingga menimbulkan perubahan pada *abnormal return* (AR) yang signifikan. Meskipun demikian, perbedaan *abnormal return* yang dihasilkan tidak menunjukkan ke arah positif akan tetapi menunjukkan perbedaan yang negatif atau penurunan sebagaimana terlihat dari hasil statistik deskriptif mengenai *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman yang ditunjukkan oleh **Tabel 4**.

Penurunan akan harga saham yang berimbas pada turunnya *abnormal return* yang diperoleh timbul karena reaksi investor akan pengumuman tersebut. Dalam hal ini banyaknya investor yang melakukan reaksi *panic selling* berlebih saat terjadinya pengumuman. *Panic selling* bersumber dari sentimen negatif investor akibat pengumuman di tahun 2020 merupakan informasi mengenai kenaikan tarif cukai tertinggi dibandingkan dengan tahun-tahun sebelumnya. Dalam peristiwa ini investor menilai dan mempertimbangkan perusahaan dari sisi risiko, baik risiko sistematis maupun tidak sistematis. Sehingga pengumuman tersebut mampu menghilangkan rasa aman bagi para investor untuk menyimpan asetnya pada saham. Pasar modal Indonesia dalam hal ini masih sensitif untuk menanggapi terkait pengumuman yang terjadi, sehingga para investor melakukan *panic selling* yang berlebih saat terjadinya pengumuman.

Teori sinyal menjelaskan bahwa apabila sinyal yang diberikan berisi kandungan informasi positif maka investor akan menunjukkan reaksi tersebut melalui pergerakan harga saham yang meningkat. Sebaliknya, apabila sinyal yang diberikan dianggap mengandung informasi negatif maka pasar akan bereaksi dengan menunjukkan harga saham yang tetap atau mengalami penurunan. Sehingga pengumuman kenaikan tarif cukai tahun 2020 dianggap sebagai sinyal negatif (*bad news*) oleh investor. Di mana sinyal tersebut menimbulkan terjadinya pergerakan harga saham yang cenderung mengalami penurunan sehingga menyebabkan *abnormal return* yang diperoleh juga ikut menurun.

Hasil penelitian hipotesis pertama ini memperkuat penelitian yang dilakukan oleh (Maesaroh, 2020), “Analisis terhadap *Abnormal Return* dan *Trading Volume Activity* sebelum dan sesudah pengumuman kenaikan tarif cukai rokok tahun 2019 (event study pada sektor Industri Rokok di Bursa Efek Indonesia)” bahwa peristiwa pengumuman kenaikan tarif cukai rokok tahun 2019 memberikan pengaruh negatif pada *Abnormal Return* sebelum dan sesudah terjadinya peristiwa. Pada hasil penelitian ini perbedaan yang terjadi menunjukkan bahwa informasi belum bisa diterima secara merata oleh investor sehingga masih banyaknya investor yang mengambil keputusan tanpa menganalisis



terlebih dahulu secara mendalam. Akan tetapi, hasil penelitian ini berlawanan dengan penelitian dari (Laili, 2017), “*Abnormal Return dan Trading Volume Activity* sebelum dan sesudah pengumuman kenaikan tarif cukai rokok periode 2016 (study kasus pada industri rokok yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia)” yang menyatakan bahwa kenaikan tarif cukai rokok tidak memberikan perbedaan yang signifikan pada rata-rata *Abnormal Return* sebelum dan sesudah peristiwa. Pada hasil penelitian ini mengungkapkan bahwa pengumuman kenaikan cukai rokok tidak mengandung informasi karena informasi yang akan dipublikasikan sudah dapat diprediksi dan pasar sudah mengetahui secara merata.

Hasil pengujian hipotesis kedua dengan menggunakan uji *Wilcoxon Signed Rank Test* menunjukkan bahwa hipotesis kedua (H_{a2}) di tolak, artinya tidak terdapat perbedaan *Trading Volume Activity* saham perusahaan rokok sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman kenaikan tarif cukai tahun 2020. Hal ini dapat terlihat dari hasil pengujian pada **Tabel 7**. Tidak adanya perbedaan yang terjadi menunjukkan bahwa pengumuman tersebut tidak memiliki kandungan informasi (*information content*) sehingga tidak menimbulkan perubahan pada *Trading Volume Activity* (TVA) yang signifikan. Berdasarkan *signalling theory*, pasar akan bereaksi terhadap peristiwa yang terjadi baik dari dalam maupun luar perusahaan. Reaksi dapat berupa sinyal positif yang ditunjukkan dengan meningkatkannya aktivitas perdagangan saham, dan sinyal negatif yang ditunjukkan dengan menurunnya aktivitas perdagangan saham. Pasar tidak akan bereaksi apabila sinyal tidak memiliki kandungan informasi. Pada fenomena pengumuman kenaikan tarif cukai tahun 2020, dapat diketahui bahwa kandungan informasi yang ada di dalamnya tidak cukup kuat sehingga pasar tidak menunjukkan reaksi yang signifikan terhadap peristiwa tersebut.

Peningkatan volume perdagangan yang terjadi setelah pengumuman sebagaimana terlihat dari hasil data statistik deskriptif pada **Tabel 4** disebabkan oleh investor yang masih memiliki keinginan untuk melakukan jual beli saham karena tidak seluruh investor memiliki tanggapan yang sama mengenai peristiwa yang terjadi. Bahkan sebagian investor memanfaatkan adanya *panic selling* yang dilakukan oleh investor lain menjadi suatu keuntungan bagi mereka untuk memiliki saham saat harga yang sedang turun atau lebih murah dengan harapan dapat memperoleh keuntungan saat harga saham menjadi naik kembali. Oleh karena itu, hal tersebut menyebabkan ketika sebagian investor menjual saham yang dimilikinya namun dapat langsung digantikan oleh investor lain. Akibatnya harga cenderung berfluktuasi tetapi jumlah saham yang diperdagangkan tetap. Hal tersebut dibuktikan oleh hasil data bahwa peningkatan rata-rata volume perdagangan saham antara sebelum dan sesudah peristiwa tidak jauh berbeda atau tidak banyak berubah.

Hasil penelitian hipotesis kedua ini memperkuat penelitian yang dilakukan oleh (Maesaroh, 2020), “Analisis terhadap *Abnormal Return dan Trading Volume Activity* sebelum dan sesudah pengumuman kenaikan tarif cukai rokok tahun 2019 (event study pada sektor Industri Rokok di Bursa Efek Indonesia)” bahwa peristiwa pengumuman kenaikan tarif cukai rokok tahun 2019 tidak memberikan perbedaan pada *Trading Volume Activity* sebelum dan sesudah terjadinya peristiwa. Pada penelitian ini dijelaskan bahwa terdapat akses informasi yang tidak seragam. Kondisi seperti ini terjadi ketika sebagian menerima informasi dengan tepat waktu, dan sebagian lain menerima informasi dengan lambat, sisanya terdapat beberapa investor yang mengamati terlebih dahulu fluktuasi harga yang terjadi. Akan tetapi, hasil penelitian ini berlawanan dengan penelitian yang dilakukan oleh (Krisdwianto, 2019), “Pengaruh PMK Nomor 152/PMK.010/2019 tentang Cukai Hasil Tembakau Terhadap Minat Investasi Masyarakat” yang menyatakan bahwa terdapat signifikansi rata-rata *Trading Volume Activity* sebelum dan sesudah peristiwa. Pada



penelitian ini adanya perbedaan yang diterima mengindikasikan terbentuknya pasar efisien setengah kuat secara informasi.

Pembahasan Abnormal Return dan Trading Volume Activity Sebelum dan Sesudah Peristiwa Tahun 2021 (Ha3 dan Ha4). Berdasarkan hasil pengujian analisis data dengan menggunakan uji statistik *Paired Sample T-test* menunjukkan bahwa hipotesis ketiga (Ha3) di tolak, artinya tidak terdapat perbedaan *Abnormal Return* saham perusahaan rokok sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman kenaikan tarif cukai tahun 2021. Hal ini dapat terlihat dari hasil pengujian pada **Tabel 6**. Tidak adanya perbedaan yang signifikan menunjukkan bahwa informasi tidak memiliki dampak terhadap reaksi pasar dan pengumuman tidak memiliki kandungan informasi (*information content*) sehingga tidak menimbulkan perubahan pada *Abnormal Return (AR)* yang signifikan. Sebagaimana dalam teori sinyal dijelaskan bahwa suatu pasar akan memberikan reaksi positif maupun negatif disesuaikan dengan kandungan dari informasi tersebut, serta pasar tidak akan memberikan reaksi apabila sinyal dari peristiwa tidak memiliki kandungan informasi. Adapun perbedaan *abnormal return* yang terjadi setelah pengumuman terlihat dari hasil statistik deskriptif pada **Tabel 4** tidak disebabkan oleh adanya sinyal dari pengumuman kenaikan tarif cukai tetapi perbedaan tersebut terjadi karena investor telah mengantisipasi pengumuman tersebut.

Antisipasi investor dapat terjadi karena pengumuman kenaikan tarif cukai merupakan salah satu pengumuman yang terus terjadi di setiap tahunnya dan sudah dapat diprediksi oleh investor dari jauh hari. Sehingga pada pengumuman tahun 2021 investor sudah melakukan *safety net*, di mana investor tidak terlalu banyak melakukan reaksi setelah terjadinya pengumuman. Namun, para investor melakukan reaksi lebih awal sebelum terjadinya pengumuman untuk memperoleh keuntungan. Hal tersebut terlihat dari data di mana rata-rata *abnormal return* sebelum pengumuman bernilai positif. Apabila dikaitkan dengan efisiensi pasar karena tidak adanya perbedaan *abnormal return* yang diterima oleh investor maka informasi dari pengumuman tersebut menandakan pasar efisiensi setengah kuat. Di mana tidak akan ada seorang investor pun yang memperoleh keuntungan di atas normal (*abnormal return*) dengan membeli saham hanya atas dasar suatu publikasi atau pengumuman.

Hasil penelitian hipotesis ketiga ini memperkuat penelitian yang dilakukan oleh (Laili, 2017), "*Abnormal Return dan Trading Volume Activity* sebelum dan sesudah pengumuman kenaikan tarif cukai rokok periode 2016 (study kasus pada industri rokok yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia)" bahwa kenaikan tarif cukai rokok tidak memberikan perbedaan yang signifikan pada rata-rata *Abnormal Return* sebelum dan sesudah peristiwa. Pada hasil penelitian ini dijelaskan bahwa tidak adanya perbedaan pada *abnormal return* dikarenakan informasi yang akan dipublikasikan dapat diprediksi dan pasar sudah mengetahui secara merata. Akan tetapi, hasil penelitian ini berlawanan dengan penelitian yang dilakukan oleh (Amalia, 2021), "Pengaruh Peristiwa Kenaikan Tarif Cukai Hasil Tembakau (CHT) Terhadap Reaksi Pasar Modal Indonesia (Studi pada Saham Industri Rokok yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)" yang menyatakan bahwa terdapat perbedaan rata-rata *Abnormal Return* sebelum dan sesudah peristiwa kenaikan tarif cukai tembakau. Reaksi pasar yang dipengaruhi pengumuman ini mengindikasikan bahwa pasar berada dalam bentuk semi kuat.

Hasil pengujian hipotesis keempat dengan menggunakan uji *Paired Sample T-test* menunjukkan bahwa hipotesis keempat (Ha4) di tolak, artinya tidak terdapat perbedaan *Trading Volume Activity* saham perusahaan rokok sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman kenaikan tarif cukai tahun 2021. Hal ini dapat terlihat dari hasil pengujian



pada **Tabel 6**. Tidak adanya perbedaan yang signifikan menunjukkan bahwa pengumuman tidak memiliki kandungan informasi (*information content*) sehingga tidak menimbulkan perubahan pada *Trading Volume Activity* (TVA) yang signifikan. Berdasarkan *signalling theory*, pasar akan bereaksi terhadap peristiwa melalui sinyal positif yang ditunjukkan dengan meningkatkannya aktivitas perdagangan saham, dan sinyal negatif yang ditunjukkan dengan menurunnya aktivitas perdagangan saham. Suatu pasar tidak akan bereaksi apabila sinyal yang diberikan tidak memiliki kandungan informasi. Sehingga pengumuman pada tahun 2021 memiliki kandungan informasi yang tidak cukup kuat sehingga tidak memberikan perbedaan yang signifikan pada *trading volume activity*.

Peningkatan volume perdagangan yang terjadi sebagaimana terlihat dari hasil statistik deskriptif pada **Tabel 4** diindikasikan sebagai reaksi investor yang tidak berani tergesa-gesa memutuskan *buy or sell*. Pada tahun 2021, investor sudah melakukan *safety net* terlebih dahulu sehingga dalam melakukan *buy or sell* investor melakukan analisis panjang dengan mempertimbangkan beberapa hal terkait untuk memperoleh hasil yang maksimal, karenanya volume perdagangan saham antara sebelum dan sesudah peristiwa mengalami peningkatan namun perbedaan nilai yang dihasilkan masih sangat kecil atau tidak terlalu tinggi. Hal ini juga di dukung oleh perusahaan rokok yang memiliki perkembangan dan modal fundamental yang mampu mendorong pertahanan akan pasar saham yang dimiliki agar tidak memberikan reaksi yang buruk.

Hasil penelitian hipotesis keempat ini memperkuat penelitian yang dilakukan oleh (Erik et al., 2021) "Reaksi Pasar Modal Atas Kebijakan Kenaikan Cukai Rokok di Indonesia" yang menyatakan bahwa *Trading Volume Activity* tidak ditemukan perbedaan yang signifikan sebelum dan sesudah kebijakan kenaikan tarif cukai rokok. Tidak adanya perbedaan ini diindikasikan bahwa peningkatan transaksi pada satu hari setelah *event* tidak menjamin adanya reaksi pasar yang cukup besar di hari selanjutnya. Akan tetapi, hasil penelitian ini berlawanan dengan penelitian yang dilakukan oleh (Amalia, 2021), "Pengaruh Peristiwa Kenaikan Tarif Cukai Hasil Tembakau (CHT) Terhadap Reaksi Pasar Modal Indonesia (Studi pada Saham Industri Rokok yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)" yang menyatakan bahwa terdapat perbedaan rata-rata *Trading Volume Activity* sebelum dan sesudah peristiwa kenaikan tarif cukai tembakau. Reaksi pasar yang dipengaruhi pengumuman ini mengindikasikan bahwa pasar berada dalam bentuk semi kuat.

Pembahasan Abnormal Return dan Trading Volume Activity Sebelum dan Sesudah Peristiwa Tahun 2022 (Ha5 dan Ha6). Berdasarkan hasil pengujian analisis data dengan menggunakan uji statistik *Paired Sample T-test* menunjukkan bahwa hipotesis kelima (Ha5) di terima, artinya terdapat perbedaan *Abnormal Return* saham perusahaan rokok sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman kenaikan tarif cukai tahun 2022. Hal ini dapat terlihat pada hasil pengujian **Tabel 6**. Perbedaan yang signifikan menunjukkan bahwa informasi mengenai pengumuman kenaikan tarif cukai tahun 2022 memiliki dampak terhadap reaksi pasar di mana pengumuman memiliki kandungan informasi (*information content*) sehingga dapat menimbulkan perubahan pada *abnormal return* (AR) yang signifikan. Meskipun demikian, perbedaan *abnormal return* yang dihasilkan tidak menunjukkan ke arah positif akan tetapi menunjukkan perbedaan negatif atau terjadinya penurunan. Pada teori sinyal dijelaskan bahwa apabila sinyal yang diberikan dianggap mengandung informasi negatif maka pasar akan bereaksi dengan menunjukkan harga saham yang tetap atau mengalami penurunan. Sehingga pengumuman kenaikan tarif cukai tahun 2022 dianggap sebagai sinyal negatif (*bad news*) oleh investor.



Pasar modal Indonesia dalam hal ini dapat dikatakan masih sensitif untuk menanggapi terkait pengumuman yang ada meskipun pengumuman tersebut bukanlah kali pertama terjadi. Adanya reaksi negatif yang timbul tersebut disebabkan oleh investor yang mengalami *fear* berlebih. *Fear* yang berlebih ini disebabkan oleh peristiwa pengumuman kenaikan tarif cukai yang terus terjadi nyatanya mampu menimbulkan rasa pesimis dari sisi investor untuk mendapat keuntungan yang lebih di kemudian hari. Dalam berinvestasi setiap investor pasti menginginkan adanya nilai tambah dan pengembalian yang maksimal untuk setiap investasinya. Sehingga terjadi laginya peristiwa di tahun 2022 ini membuat investor memilih melakukan penjualan besar-besaran agar dapat berinvestasi pada sektor lain yang lebih menguntungkan sebagai pilihan investasi mereka. Terjadinya penjualan besar-besaran mengakibatkan harga ikut melonjak turun dan *abnormal return* yang diterima juga menurun, seperti yang terlihat pada hasil statistik deskriptif tabel 4 bahwa *abnormal return* sebelum dan sesudah peristiwa mengalami penurunan atau mengarah pada arah yang negatif.

Hasil penelitian hipotesis kelima ini memperkuat penelitian yang dilakukan oleh (Amalia, 2021) Pengaruh Peristiwa Kenaikan Tarif Cukai Hasil Tembakau (CHT) Terhadap Reaksi Pasar Modal Indonesia (Studi pada Saham Industri Rokok yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)” yang menyatakan bahwa terdapat perbedaan rata-rata *Abnormal Return* sebelum dan sesudah peristiwa kenaikan tarif cukai tembakau. Reaksi pasar yang dipengaruhi oleh pengumuman kenaikan tarif cukai pada hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa pasar berada dalam bentuk semi kuat. Akan tetapi, hasil penelitian ini berlawanan dengan penelitian dari (Widyawati, 2022), “Pengaruh Pengumuman Kenaikan Cukai Rokok Terhadap Abnormal Return dan Trading Volume Activity pada Perusahaan Rokok yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia” yang menyatakan bahwa tidak terdapat perbedaan *Abnormal Return* sebelum dan sesudah kebijakan kenaikan tarif cukai rokok.

Hasil pengujian hipotesis keenam dengan menggunakan uji *Paired Sample T-test* menunjukkan bahwa hipotesis keenam (H_{a6}) di tolak, artinya tidak terdapat perbedaan *Trading Volume Activity* saham perusahaan rokok sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman kenaikan tarif cukai tahun 2022. Hal ini dapat terlihat dari hasil pengujian pada **Tabel 6**. Tidak adanya perbedaan yang signifikan tersebut menunjukkan bahwa pengumuman tidak memiliki kandungan informasi (*information content*) sehingga tidak menimbulkan perubahan pada *Trading Volume Activity* (TVA) yang signifikan. Berdasarkan *signalling theory*, pasar akan bereaksi terhadap peristiwa yang terjadi. Reaksi atas peristiwa tersebut dapat berupa sinyal positif yang ditunjukkan dengan meningkatkannya aktivitas perdagangan saham, dan sinyal negatif yang ditunjukkan dengan menurunnya aktivitas perdagangan saham. Pasar tidak akan bereaksi apabila sinyal dari peristiwa yang terjadi tidak memiliki kandungan informasi. Pada fenomena pengumuman kenaikan tarif cukai tahun 2022, dapat diketahui bahwa kandungan informasi yang ada di dalamnya tidak cukup kuat sehingga pasar tidak menunjukkan reaksi yang signifikan terhadap peristiwa tersebut.

Peningkatan volume perdagangan yang terjadi setelah pengumuman terlihat dari hasil statistik deskriptif pada **Tabel 4** tersebut tidak disebabkan oleh adanya sinyal baik ataupun buruk, tetapi diindikasikan bahwa setelah pengumuman masih terdapat beberapa investor yang melakukan jual beli saham, hal ini disebabkan mengingat pengumuman kenaikan tarif cukai mampu di prediksi oleh investor. Sehingga dalam melakukan transaksi jual beli saham pada tahun 2022 ini terdapat beberapa investor lainnya tidak menganggap sinyal tersebut negatif atau positif melainkan mereka menganggap dan memanfaatkan



adanya *Fear* yang dilakukan oleh investor lain menjadi salah satu keuntungan bagi mereka untuk mendapatkan harga saham yang lebih murah dan keuntungan yang sesuai nantinya dengan melakukan strategi *wait and see*. *Wait and see* adalah salah satu strategi yang dilakukan oleh investor di mana dalam hal ini investor menunggu, mengamati, dan menganalisis pergerakan saham. Selama melakukan strategi tersebut, investor tidak melakukan transaksi jual beli saham. Hal ini dilakukan sampai investor menemukan momentum yang benar dan tepat untuk melakukan transaksi jual beli saham yang dimilikinya.

Hasil hipotesis keenam dalam penelitian ini memperkuat penelitian yang dilakukan (Widyawati, 2022), “Pengaruh Pengumuman Kenaikan Cukai Rokok Terhadap Abnormal Return dan Trading Volume Activity pada Perusahaan Rokok yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia” yang menyatakan bahwa tidak terdapat perbedaan *Trading Volume Activity* sebelum dan sesudah kebijakan kenaikan tarif cukai rokok. Akan tetapi, hasil penelitian ini berlawanan dengan penelitian yang dilakukan oleh (Amalia, 2021), “Pengaruh Peristiwa Kenaikan Tarif Cukai Hasil Tembakau (CHT) Terhadap Reaksi Pasar Modal Indonesia (Studi pada Saham Industri Rokok yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)” yang menyatakan bahwa terdapat perbedaan rata-rata *Trading Volume Activity* sebelum dan sesudah peristiwa kenaikan tarif cukai tembakau.

Mencermati hasil penelitian ini, di mana reaksi pasar dapat terjadi karena adanya perilaku yang dimunculkan oleh investor. Implikasi terkait peristiwa yang terjadi merupakan suatu keharusan bagi seorang investor untuk bertindak lebih cepat dalam menanggapi peristiwa yang ada pada pasar modal. Namun dibutuhkan sikap kritis dan ketelitian dalam melakukan analisis yang tepat saat menerima informasi. Peristiwa yang memiliki muatan informasi negatif dan relevan bagi pasar seperti pengumuman kenaikan tarif cukai ini mengharuskan investor melakukan pengamanan untuk investasinya. Terhadap peristiwa yang umumnya dapat diantisipasi seperti pengumuman kenaikan tarif cukai, investor juga harus mampu mengambil tindakan lebih cepat dan strategi yang tepat apabila telah memperoleh informasi akurat meskipun peristiwa tersebut belum dipublikasikan. Investor juga tidak hanya terfokus pada reaksi yang diberikan oleh investor lain, investor diharapkan dapat mencari dan mengelaborasi informasi yang tersedia serta dapat mempertimbangkan faktor-faktor lainnya yang dapat mempengaruhi kondisi pasar modal.

Pemerintah juga dalam hal ini memiliki peran penting mengingat pengumuman kenaikan tarif cukai adalah salah satu pengumuman yang bersumber dari pemerintah. Pemerintah harus terus melakukan pengawasan terhadap aktivitas bursa khususnya yang berkaitan dengan peristiwa yang mampu mempengaruhi terlaksananya perdagangan efek yang teratur, wajar dan efisien. Peningkatan terkait pemberitahuan kenaikan tarif cukai juga sangat penting untuk dimaksimalkan dari sisi pemerintah selaku pemegang informasi.

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan yang telah diuraikan, maka dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut: (1) Peristiwa pengumuman kenaikan tarif cukai tahun 2020 memberikan perbedaan negatif terhadap *abnormal return* saham perusahaan rokok sebelum dan sesudah terjadinya peristiwa. Namun, tidak memberikan perbedaan terhadap *trading volume activity* saham perusahaan rokok sebelum dan sesudah terjadinya peristiwa. (2) Peristiwa pengumuman kenaikan tarif cukai tahun 2021 tidak memberikan perbedaan terhadap *abnormal return* dan *trading volume activity* saham perusahaan rokok



sebelum dan sesudah terjadinya peristiwa. (3). Peristiwa pengumuman kenaikan tarif cukai tahun 2022 memberikan perbedaan negatif terhadap *abnormal return* saham perusahaan rokok sebelum dan sesudah terjadinya peristiwa. Namun, tidak memberikan perbedaan terhadap *trading volume activity* saham perusahaan rokok sebelum dan sesudah terjadinya peristiwa.

Berdasarkan hasil kesimpulan, maka saran yang dapat diberikan sebagai berikut: **Bagi peneliti selanjutnya**, penelitian selanjutnya diharapkan dapat melakukan perhitungan *abnormal return* dengan *three factor* model yaitu *market adjusted model*, *market model*, dan *mean adjusted model* untuk membandingkan perbedaan reaksi pasar yang dihasilkan dan mengetahui model mana yang paling sesuai dalam menilai reaksi pasar modal. Peneliti selanjutnya dapat menambah variabel lain seperti *security return variability*, frekuensi perdagangan saham, dan *bid-ask spread* saham sehingga dapat menambah informasi tambahan yang lebih baik terkait reaksi pasar akan suatu peristiwa.

Bagi pihak investor. Investor harus bertindak lebih cepat, kritis, dan teliti dalam menanggapi peristiwa yang memiliki muatan informasi negatif dan relevan bagi pasar seperti pengumuman kenaikan tarif cukai. Solusi yang dapat dilakukan, investor harus mengambil tindakan lebih cepat dan strategi yang tepat apabila telah memperoleh informasi akurat meskipun peristiwa tersebut belum dipublikasikan. Investor diharapkan dapat mencari dan mengelaborasi informasi yang tersedia, serta investor diharapkan mampu mempelajari lebih banyak lagi mengenai kebijakan, regulasi, dan aksi korporasi lainnya yang dapat mempengaruhi harga saham sehingga investor dapat menghasilkan tindakan yang tepat dan menguntungkan dalam berinvestasi.

Bagi pemerintah. Mengingat pengumuman kenaikan tarif cukai bersumber dari sisi pemerintah, disarankan bagi pemerintah untuk terus melakukan pengawasan terhadap aktivitas bursa khususnya yang berkaitan dengan peristiwa ekonomi maupun nonekonomi. Dalam rangka melakukan pengondusifan pasar dan mengurangi kepanikan investor diperlukan intervensi pemerintah dalam bentuk kebijakan yang dapat melindungi investor pada khususnya dan pasar modal pada umumnya. Informasi yang diberikan harus disosialisasikan secara jelas dan tanpa adanya hal yang dibesar-besarkan, sehingga tidak menimbulkan terjadinya *panic selling* pada pasar. Karenanya pemberitahuan kenaikan tarif cukai juga sangat penting untuk dimaksimalkan dari sisi pemerintah selaku pemegang informasi.

DAFTAR PUSTAKA

- Ahsan, A., Wiyono, N. H., & Veruswati, M. (2020). *Kajian Kebijakan Amandemen UU No. 39/2007 dan Reformasi Kebijakan Cukai di Indonesia* (Issue 39). Diperoleh dari https://www.researchgate.net/publication/348564476_Kajian_Kebijakan_Amandemen_UU_No_392007_dan_Reformasi_Kebijakan_Cukai_di_Indonesia.
- Al Jazuli, M. S. (2018). *Implementasi Double Exponential Smoothing Untuk Prediksi Fluktuasi Harga Saham*. 6–25. <http://eprints.umg.ac.id/id/eprint/637>.
- Amalia, M. (2021). Pengaruh Peristiwa Kenaikan Tarif Cukai Hasil Tembakau (Cht) Terhadap Reaksi Pasar Modal Indonesia (Studi Pada Saham Industri Rokok Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia) <http://lib.unnes.ac.id/id/eprint/54111>.
- Amin, M. A. N. (2022). Analisis Potensi Abnormal Return Positif Terbesar Saham PT. Kalbe Farma Selama Pandemi Covid-19. *Jurnal Valuasi: Jurnal Ilmiah Ilmu Manajemen Dan Kewirausahaan*, Vol.2 No.1. <https://doi.org/10.46306/vls.v2i1.93>.



- Astawinestu, E. D. dan S. H. (2020). *Manajemen Keuangan Teori dan Praktek*. Scopindo Media Pustaka. <https://books.google.co.id/books>.
- Diantriasih, Ni Komang, I. G. Ay. P. & M. A. W. (2018). “Analisis Komparatif Abnormal Return, Security Return Variability dan Trading Volume Activity Sebelum Dan Setelah Pilkada Serentak Tahun 2018.” *JIMAT (Jurnal Ilmiah Akuntansi Universitas Pendidikan Ganesha* 9, No.2, 117. <https://doi.org/10.23887/jimat.v10i1.20529>.
- 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>.
- Fajarwati, P. Y., & Nurasik. (2021). Capital Market Reaction Analysis Before and After Bank Indonesia’s Decision Regarding Interest Rates. *Academia Open*, 3, 1–14. <https://doi.org/10.21070/acopen.3.2020.1149>.
- Gani, E. A., Efni, Y., & Rokhmawati, A. (2021). Reaksi Pasar Modal Atas Kebijakan Kenaikan Cukai Di Indonesia. *CURRENT: Jurnal Kajian Akuntansi Dan Bisnis Terkini*, 2(2), 184–204. <https://doi.org/10.31258/jc.2.2.184-204>.
- Hartono, J. (2017). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi* (11th ed.). BPFE.
- Hartono, J. (2018). *Studi Peristiwa : Menguji Reaksi Pasar Modal Akibat Suatu Peristiwa* (Cetakan Ke). BPFE.
- Haslinda, D. A. (2017). *Pengaruh Pengumuman Kenaikan tarif Cukai Rokok Terhadap Harga Saham Industri Rokok DI BEI*. 1–14. <http://jurnal mahasiswa.stiesia.ac.id/index.php/jirm/article/view/3006>.
- Isra, R., & Umar. (2018). Persepsi Bahaya Merokok Terhadap Kesehatan. *Jurnal Patriot*, 240–246. <https://doi.org/10.24036/patriot.v0i0.38>.
- Krisdwianto, B. B. (2019). Pengaruh Pmk Nomor 152 Pmk.010/2019 Tentang Cukai Hasil Tembakau Terhadap Minat Investasi Masyarakat. *Jurnal Administrasi Bisnis*, 15(2), 129–140. <https://doi.org/10.26593/jab.v15i2.5113>.
- Laili, D. I. (2017). *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)*. 2017. <http://repository.unmuhjember.ac.id/1215/1/ARTIKEL.pdf>.
- Larasati, D., & Kelen, L. H. S. (2021). Apakah Pembatasan Sosial Berskala Besar (PSBB) Berdampak Terhadap Average Abnormal Return? (Studi Pada Pasar Modal Indonesia). *Jurnal Ilmu Manajemen Dan Bisnis*, 12(1), 1–7. <https://ejournal.upi.edu/index.php/mdb/article/view/30829>. DOI: <https://doi.org/10.17509/jimb.v12i1.30829>.
- Maesaroh, S. (2020). Analisis Terhadap Abnormal Return Saham Dan Trading Volume Activity Sebelum Dan Sesudah Pengumuman Kenaikan Tarif Cukai Rokok Tahun 2019 (Event Study Pada Sektor Industri Rokok Di Bursa Efek Indonesia). *Carbohydrate Polymers*, 6(1), 5–10. <http://repository.iainkudus.ac.id/id/eprint/3810>.
- Nani, S. S., Saerang, E. P. D., & Alexander, W. S. (2019). Pengaruh Pengumuman Dividen Tunai Terhadap Harga Saham Sebelum Dan Sesudah Ex Dividend Date Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2014 – 2017. *Jurnal EMBA*, 7(3), 2641–2650. <https://doi.org/10.35794/emba.v7i3.23714>.
- Nur Azizah, E., & Subur Purwana, A. (2021). Pengaruh Kebijakan Tarif Cukai Hasil tembakau dan Aktivitas Pengawasan Terhadap Peredaran Hasil Tembakau Ilegal. *Jurnal Perspektif Bea Dan Cukai*, 5(1), 63–78. <https://doi.org/10.31092/jpbc.v5i1.1151>.
- Pratama, M. R., & Mutumanikan, P. R. (2021). Pengaruh Pengumuman Pembelian



- Kembali Saham (Buyback) Terhadap Reaksi Pasar Pada Perusahaan Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2019-2021. 52.
<https://journal.perbanas.id/index.php/psn/article/view/466/272>.
- Putri, A. M. (2019). Pengaruh Harga Saham, Abnormal Return Dan Trading Volume Activity Terhadap Pemilihan Calon Presiden Tahun 2019. *Journal of Chemical Information and Modeling*, 2019(01), 1689–1699.
<http://repository.radenintan.ac.id/id/eprint/9304>.
- Rahmawati, A. yunia. (2020). *Dampak Pemilihan Presiden 2019 Terhadap Harga Saham dan Volume Perdagangan di Bursa Efek Indonesia*. 11(July), 1–23.
<https://doi.org/10.47927/jikb.v11i1.39>.
- Sari, P. E. P., & Dewi, A. K. R. S. (2021). Analisis Perbandingan Trading Volume Activity Dan Abnormal Return Saham Idx30 Sebelum Dan Sesudah Pengumuman Covid-19 Sebagai Pandemi Oleh World Health Organization. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Akuntansi*, 12(03), 876–885.
<https://doi.org/10.23887/jimat.v12i3.34972>.
- Spence, M. (1973). “Job Marketing Signaling”. *The Quarterly Journal Of Economics*. 87(3), 355–374. <https://doi.org/10.1055/s-2004-820924>.
- Sutrisno, W. (2017). *Manajemen Keuangan, Teori, Konsep dan Aplikasi*. Ekonisia.
- Syafrullah, S. (2017). Analisis Pengaruh Kinerja Environmental, Social dan Governance (ESG) terhadap Abnormal Return. *Fakultas Ekonomika Dan Bisnis Universitas Diponegoro*.
<https://ejournal3.undip.ac.id/index.php/djom/article/view/17499/16751>.
- Tandelilin, E. (2017). *Pasar Modal Manajemen Portofolio & Investasi* (Cetakan 5). Kanisius.
- Utami, A. T. (2017). Analisis Trading Volume Activity Dan Average Abnormal Return Sebelum Dan Sesudah Melakukan Pemecahan Saham (Stock Split) Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis*, 18(2), 164. DOI:10.30659/ekobis.18.2.164-173.
- The Tobacco Atlas. (2020). *Country Fact Sheet : Indonesia*. Diperoleh dari <https://tobaccoatlas.org/factsheets/indonesia/>.
- Widyawati, D. N. (2022). *Pengaruh Pengumuman Kenaikan Cukai Rokok Terhadap Abnormal Return Dan Trading Volume Activity Pada Perusahaan Rokok Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia*. <http://repository.stei.ac.id/id/eprint/8773>.