

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang

Pasar modal merupakan istilah yang biasa digunakan untuk menyebutkan wadah jual beli surat berharga atau efek. Pasar modal merupakan salah satu instrumen investasi jangka panjang. Menurut UU Pasar Modal RI No. 8 tahun 1955 dijelaskan bahwa pengertian pasar modal adalah kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga profesi yang berkaitan dengan efek. Adapun yang diperjual belikan di pasar modal berupa surat berharga saham, utang, reksadana, derivatif, mau pun *Exchange Traded Fund* (ETF). Di Indonesia, aktivitas pasar modal berada di bawah pengawasan Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dan diselenggarakan melalui Bursa Efek Indonesia (BEI). Menurut OJK, emiten merupakan pihak yang melakukan penawaran umum untuk menjual efek kepada masyarakat sesuai dengan ketentuan perundang-undangan yang berlaku. Emiten ini dapat berbentuk individu, perusahaan, asosiasi, maupun kelompok yang terorganisasi secara resmi.

Dalam praktiknya, emiten dapat menawarkan berbagai jenis efek, seperti saham, obligasi, surat berharga komersial, surat pengakuan utang, kontrak berjangka atas efek, hingga unit penyertaan pada kontrak investasi kolektif. Selain itu, pasar modal juga menyediakan instrumen berbasis syariah, seperti sukuk, sebagai alternatif investasi yang sesuai dengan prinsip-prinsip keuangan Islam.

Dalam perdagangan saham, harga saham akan selalu berubah-ubah tergantung pada permintaan/pembelian dan penawaran/penjualan saham sebagaimana hukum permintaan dan penawaran. Tentu saja naik turunnya harga saham tersebut dapat berdampak pada besarnya return yang akan

diterima oleh investor. Harga saham dipengaruhi oleh faktor internal dan faktor eksternal. Faktor internal merupakan hal-hal yang muncul dari dalam perusahaan, seperti kinerja perusahaan (keuangan, operasional, dan sebagainya) saat ini serta proyeksinya di masa mendatang, dan juga seperti adanya aksi korporasi perusahaan. Sedangkan, faktor eksternal merupakan hal-hal yang terjadi atau bersumber dari luar perusahaan, seperti keadaan makro ekonomi, adanya kebijakan dari pemerintah, kondisi sosial politik, dan lain-lain. (Fikri & Yeney Widya Prihatingtias, 2024)

Salah satu kebijakan dari pemerintah yang berdampak langsung terhadap sektor industri tertentu adalah kenaikan tarif cukai, khususnya pada industri rokok. Informasi mengenai penerapan kebijakan baru menjadi hal krusial bagi investor, karena dapat memengaruhi dinamika saham termasuk fluktuasi harga, tingkat keuntungan yang diperoleh, serta intensitas dan volume transaksi di pasar modal. Sebagaimana dijelaskan dalam teori efisiensi pasar dimana suatu pasar dapat dikatakan efisien apabila semua informasi relevan yang ada digambarkan melalui harga, frekuensi dan volume perdagangan sekuritas di pasar. Hal ini juga dijelaskan lebih lanjut oleh Hartono, ia menyatakan bahwa pengumuman yang berhubungan dengan pemerintah seperti adanya keputusan dari pemerintah sebagai regulator memang salah satu dari banyaknya pengumuman yang dapat mempengaruhi saham. (Collins et al., 2021)

Setiap tahun, pemerintah menetapkan target penerimaan negara melalui Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN) dimana tarif cukai, khususnya cukai hasil tembakau menjadi salah satu komponen utama dalam mencapai target tersebut. Ketika penerimaan meningkat, pemerintah cenderung menyesuaikan tarif cukai rokok. Hal ini tercermin dalam dokumen Kerangka Ekonomi Makro dan Pokok-Pokok Kebijakan Fiskal (KEM-PPKF) 2025, yang menyebut bahwa kebijakan cukai rokok diarahkan untuk mendukung penerimaan negara melalui peningkatan tarif dan penyederhanaan struktur layer tarif. Pendekatan ini sejalan dengan *Fiscal Policy Theory* yang

dikemukakan oleh Musgrave (1959), yang menyatakan bahwa pajak dan cukai tidak hanya berguna sebagai sumber pendapatan negara, tetapi juga sebagai alat untuk mengalokasikan sumber daya dan menstabilkan perekonomian, Dalam konteks ini, cukai rokok digunakan sebagai instrumen fiskal yang fleksibel untuk menyesuaikan kebutuhan anggaran negara, sekaligus mengatur perilaku konsumsi masyarakat terhadap produk yang berdampak negatif bagi kesehatan.

Kenaikan tarif cukai rokok di Indonesia yang dilakukan setiap tahun sejak 2020 berdampak signifikan tidak hanya terhadap penerimaan negara, tetapi juga pada keberlangsungan industri hasil tembakau. Menurut Hananto Wibisono selaku Pemerhati Kebijakan Ekosistem Tembakau Indonesia, tarif cukai rokok mengalami peningkatan sekitar 10%–12% per tahun. Dalam salah satu periode, bahkan tercatat kenaikan yang lebih tinggi yaitu mencapai 23%. Kebijakan tersebut memang berkontribusi pada meningkatnya penerimaan negara melalui cukai, namun di sisi lain menimbulkan konsekuensi terhadap sektor industri rokok, khususnya terhadap tenaga kerja.

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

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

Rata-Rata Kenaikan Tarif Cukai Rokok Satu Dekade Terakhir

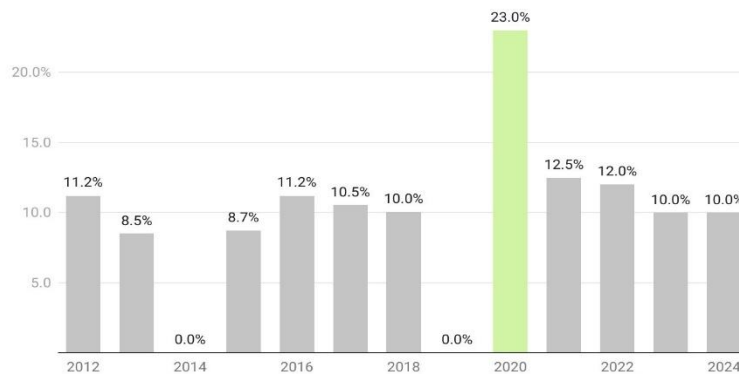


Chart: Tim Riset IDX Channel (Data olahan), Januari 2024 • Source: Kementerian Keuangan • Created with Datawrapper

Sumber: www.idx.com

Gambar 1.1 Rata-rata kenaikan tarif cukai rokok tahun 2012-2024

Berdasarkan data grafik yang dirilis oleh Bursa Efek Indonesia, terlihat adanya fluktuasi signifikan dalam kinerja saham emiten rokok selama periode 2020 hingga 2024. Pada tahun 2019, pemerintah tidak menetapkan kenaikan tarif, artinya tarif cukai sama dengan tahun 2018. Pada tahun 2020, tarif cukai rokok meningkat drastis menjadi 23%. Alasan pemerintah membuat kebijakan menaikkan tarif cukai rokok sebesar 23% salah satunya adalah karena di tahun 2019, pemerintah tidak menaikkan cukai rokok dengan tujuan memberi waktu bagi industri rokok untuk menyesuaikan diri dari kenaikan yang terjadi di tahun-tahun sebelumnya, yang kedua karena pemerintah bertujuan untuk menurunkan jumlah perokok, khususnya perokok di usia remaja (10-18 tahun), pada saat itu tingkat perokok untuk usia remaja adalah 9,1%. Tren kenaikan berlanjut di tahun 2021 dengan rata-rata kenaikan sebesar 12,5%, menjadikan tarif cukai rokok berkisar sekitar Rp.790 per batang. Tahun 2022, mencatat kenaikan lanjutan sebesar 12%, dengan tarif mencapai Rp.810 hingga Rp.870 per batang. Pada tahun 2023, kenaikan tarif cukai lebih moderat, yaitu sekitar 10%, sehingga tarif berada di kisaran Rp.890 hingga Rp. 960 per batang. Kenaikan serupa juga terjadi di tahun 2024, dengan tarif 10% menjadi

Rp.980 hingga Rp.1.050 per batang. Kenaikan bertahap ini mencerminkan upaya pemerintah dalam mengendalikan konsumsi rokok sekaligus meningkatkan penerimaan negara melalui tarif cukai.

Secara spesifik, industri rokok di Indonesia merupakan sektor strategis yang menyerap jutaan tenaga kerja dan menyumbang pendapatan cukai terbesar bagi negara. Namun, kebijakan kenaikan cukai berdampak langsung terhadap emiten rokok yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) seperti HMSP, GGRM, RMBA, WIIM, dan ITIC.

Beberapa penelitian sebelumnya telah mengkaji reaksi pasar modal terhadap kebijakan kenaikan cukai rokok. Penelitian oleh Fikri Fadlilah Rohman dan Yeney Widya Prihatingtias (2024) dengan menggunakan pendekatan *event study*, untuk menganalisis abnormal return dari empat emiten rokok (GGRM, HMSP, RMBA, WIIM) pada periode 29 Desember 2022. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan signifikan pada abnormal return sebelum dan sesudah pengumuman kenaikan tarif cukai tahun 2023. Hasil pada trading volume activity, terdapat perbedaan signifikan antara periode sebelum dan sesudah pengumuman. (Fikri & Yeney Widya Prihatingtias, 2024)

Terdapat juga penelitian lain yaitu penelitian oleh Akbar Tanjung dan M. Khusnul Mubarak (2023) menunjukkan bahwa cumulative average abnormal return (*CAAR*) mengalami penurunan signifikan sebesar **-10.20%** pada $t+4$, dengan penurunan terbesar terjadi pada hari pengumuman (t_0) sebesar -2.87%, artinya informasi yang dirilis dianggap buruk oleh investor. Hasilnya dari penelitian juga menunjukkan bahwa pasar modal bereaksi secara signifikan terhadap kebijakan fiskal, dan ukuran perusahaan mempengaruhi intensitas dampaknya. (Akbar Tanjung & M. Khusnul Mubarak, 2025)

Penelitian yang dilakukan oleh Martin Hansel, Tabita Prajogo, Tarsisius Suganda, menunjukkan bahwa terdapat abnormal return yang

signifikan pada saham perusahaan rokok di Indonesia setelah pengumuman kenaikan tarif cukai rokok. Penelitian tersebut menunjukkan bahwa pasar bereaksi negatif terhadap pengumuman kenaikan tarif cukai, yang diindikasikan dengan adanya cumulative abnormal return (CAR) negatif pada periode setelah pengumuman. Temuan ini mengindikasikan bahwa investor menganggap kenaikan tarif cukai sebagai berita buruk bagi prospek perusahaan rokok. (Hansel et al., 2021)

Penelitian ini akan menggunakan lima *event* pengumuman cukai dari tahun 2020 hingga 2024 dengan jendela peristiwa 11 hari. Penelitian ini dilakukan karena hasilnya dapat memberikan kontribusi praktis bagi investor, emiten rokok, dan pemerintah sebagai pembuat regulasi dalam memahami dampak kebijakan fiskal terhadap pasar modal. Secara teoritis, penelitian ini memperkaya literatur tentang efisiensi pasar dan reaksi investor terhadap informasi publik di Indonesia. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis reaksi pasar modal terhadap pengumuman kenaikan tarif cukai rokok dengan menggunakan metode *event study*, khususnya dengan mengamati perubahan pada *abnormal return*, *trading volume activity* dan volatilitas pada saham perusahaan rokok yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Berdasarkan beberapa penelitian yang telah diteliti, adanya beberapa perbedaan baik tahun penelitian, hasil penelitian maupun pengaruh antara variabel x dan variabel y yang memiliki perbedaan keterkaitan, menimbulkan adanya research gap dari penelitian satu dengan penelitian lainnya. Maka dari itu, penulis memutuskan untuk melakukan penelitian dengan judul ***“Reaksi Pasar Modal Sebelum dan Sesudah Pengumuman Kebijakan Cukai Rokok: Studi pada Abnormal Return, Trading Volume Activity, dan Volatilitas Harga Saham Emiten Tembakau 2020–2024”***.

B. Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang penelitian di atas, maka rumusan masalah dalam penelitian ini adalah:

1. Bagaimana reaksi pasar modal sebelum pengumuman kenaikan tarif cukai rokok di Indonesia selama periode 2020–2024, yang diukur melalui perubahan abnormal return, trading volume activity, dan volatilitas harga saham pada perusahaan rokok?
2. Bagaimana reaksi pasar modal sesudah pengumuman kenaikan tarif cukai rokok di Indonesia selama periode 2020–2024, yang diukur melalui perubahan abnormal return, trading volume activity, dan volatilitas harga saham pada perusahaan rokok?
3. Apakah terdapat perbedaan signifikan pada abnormal return dan trading volume activity, sebelum dan sesudah pengumuman kebijakan cukai rokok?

C. Tujuan Masalah

Berdasarkan rumusan masalah di atas, maka penelitian ini memiliki tujuan sebagai berikut:

1. Menganalisis reaksi pasar modal sebelum pengumuman kenaikan tarif cukai rokok di Indonesia selama periode 2020–2024, yang diukur melalui perubahan abnormal return, trading volume activity, dan volatilitas harga saham perusahaan rokok.
2. Menganalisis reaksi pasar modal setelah pengumuman kenaikan tarif cukai rokok di Indonesia selama periode 2020–2024, yang diukur melalui perubahan abnormal return, trading volume activity, dan volatilitas harga saham perusahaan rokok.
3. Mengidentifikasi perbedaan signifikan pada abnormal return dan trading volume perdagangan, sebelum dan sesudah pengumuman kebijakan cukai rokok.

D. Manfaat Penelitian

1. Bagi Peneliti

Penelitian ini membantu peneliti dalam memperdalam tentang reaksi pasar modal terhadap kebijakan fiskal, melatih analisis data kuantitatif dengan pendekatan *event study*, serta memperkuat kemampuan menyusun argumen akademik dan metodologi penelitian. Di sisi lain, penelitian ini memperkuat pemahaman peneliti terhadap teori efisiensi pasar, perilaku investor, dan sensitivitas sektor strategis seperti industri tembakau terhadap intervensi kebijakan.

2. Bagi Perusahaan

Penelitian ini diharapkan dapat membantu perusahaan dalam merespons kebijakan kenaikan tarif cukai. Hasil penelitian mengenai reaksi pasar melalui abnormal return, trading volume activity, dan volatilitas harga saham dapat membantu perusahaan memahami bagaimana investor menilai kebijakan tersebut terhadap prospek kinerja dan risiko perusahaan.

3. Bagi Investor

Penelitian ini memberikan informasi empiris mengenai bagaimana pasar modal bereaksi terhadap pengumuman kenaikan tarif cukai rokok, khususnya terhadap saham emiten tembakau. Penelitian ini dapat dijadikan sebagai dasar pertimbangan dalam menyusun strategi investasi, mengelola eksposur terhadap sektor tembakau, serta mengantisipasi dampak kebijakan pemerintah terhadap portofolio saham mereka.

4. Bagi Peneliti Selanjutnya

Memberikan referensi metodologis yang dapat digunakan oleh peneliti selanjutnya yang ingin mengkaji reaksi pasar terhadap kebijakan fiskal sektoral atau peristiwa ekonomi lainnya. Di sisi lain, penelitian ini menunjukkan bagaimana integrasi antara abnormal return, volume perdagangan, dan volatilitas harga saham dapat menghasilkan pemahaman yang lebih komprehensif tentang perilaku pasar modal.