

Dampak yang Mempengaruhi Kinerja Saham Perusahaan Rokok pada Kenaikan Tarif Cukai

Akbar Tanjung¹, M. Khusnul Mubarak²

Politeknik Bombana^{1, 2}

Email: akbartanjungmanajemen@gmail.com¹
khusnulmubarak20@gmail.com²

P-ISSN : 2745-7796

E-ISSN : 2809-7459

Abstrak. Industri rokok memiliki kontribusi signifikan terhadap perekonomian Indonesia melalui penerimaan pajak dan penyerapan tenaga kerja. Penelitian ini bertujuan menganalisis dampak pengumuman kenaikan tarif cukai rokok terhadap kinerja saham perusahaan rokok yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Menggunakan metode event study, penelitian menganalisis abnormal return dari empat perusahaan rokok (GGRM, HMSP, RMBA, WIIM) pada periode sekitar pengumuman kenaikan tarif cukai 15 September 2023. Hasil menunjukkan terjadi abnormal return negatif signifikan pada periode t-3 hingga t+3, dengan penurunan terbesar (-2,87%) pada hari pengumuman. Cumulative Average Abnormal Return mencapai -10,20% pada t+4. Analisis menunjukkan perusahaan berkapitalisasi kecil (RMBA, WIIM) mengalami dampak lebih besar dibandingkan perusahaan besar (GGRM, HMSP). Kesimpulannya, pengumuman kenaikan tarif cukai berdampak negatif signifikan terhadap kinerja saham perusahaan rokok dengan intensitas berbeda berdasarkan ukuran perusahaan. Perusahaan rokok perlu mengembangkan strategi adaptasi melalui efisiensi biaya, inovasi produk, dan diversifikasi usaha.

Kata Kunci: Cukai Rokok, Abnormal Return, Event Study, Kapitalisasi Pasar, Efisiensi Pasar

<http://jurnal.staiddimakassar.ac.id/index.php/aujpsi>

DOI : <https://doi.org/10.55623>

PENDAHULUAN

Industri rokok merupakan salah satu sektor yang memiliki kontribusi signifikan terhadap perekonomian Indonesia, baik dalam bentuk penerimaan pajak maupun penyerapan tenaga kerja. Berdasarkan data Kementerian Perindustrian tahun 2023, industri hasil tembakau berkontribusi sebesar 96,5% dari total penerimaan cukai nasional dan menyerap sekitar 5,98 juta tenaga kerja baik secara langsung maupun tidak langsung

(Harfianto et al., 2022). Namun, sektor ini juga menghadapi berbagai tantangan regulasi, salah satunya adalah kebijakan kenaikan tarif cukai rokok yang ditetapkan pemerintah secara periodik. Dalam beberapa tahun terakhir, pemerintah Indonesia telah secara konsisten menaikkan tarif cukai rokok sebagai bagian dari upaya pengendalian konsumsi rokok dan peningkatan penerimaan negara. Berdasarkan data Kementerian Keuangan, rata-rata kenaikan tarif cukai rokok pada periode 2020-2024 berkisar

antara 10-15% per tahun (Perdana et al., 2024). Kebijakan kenaikan tarif cukai ini merupakan bentuk intervensi pemerintah yang bertujuan untuk mengurangi konsumsi rokok sekaligus meningkatkan pendapatan negara. Namun, di sisi lain, kebijakan ini berpotensi mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan rokok yang tercermin dari pergerakan harga sahamnya di pasar modal. Pengumuman kenaikan tarif cukai rokok dapat dianggap sebagai informasi baru bagi pasar modal yang kemudian akan diproses oleh investor dan tercermin dalam perubahan harga saham perusahaan rokok. Berdasarkan teori pasar efisien (Efficient Market Hypothesis), harga saham akan bereaksi terhadap informasi baru yang masuk ke pasar. Secara teoritis, pengumuman kenaikan tarif cukai rokok yang dianggap sebagai berita negatif bagi perusahaan rokok dapat menyebabkan penurunan harga saham perusahaan tersebut (Haslinda, 2020). Namun, dalam praktiknya, reaksi pasar terhadap pengumuman tersebut dapat bervariasi tergantung pada berbagai faktor seperti besaran kenaikan tarif, kondisi fundamental perusahaan, dan sentimen pasar secara umum.

Studi yang dilakukan oleh (Hansel et al., 2021) 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. Selain itu, penelitian yang dilakukan oleh (Ariani et al., 2024) menemukan bahwa dampak kenaikan tarif cukai rokok terhadap kinerja saham perusahaan rokok berbeda-beda tergantung pada ukuran perusahaan dan pangsa pasar. Perusahaan rokok besar dengan pangsa pasar

yang dominan seperti PT Gudang Garam Tbk dan PT HM Sampoerna Tbk cenderung lebih tahan terhadap dampak kenaikan tarif cukai dibandingkan dengan perusahaan rokok yang lebih kecil. Hal ini disebabkan oleh kemampuan perusahaan besar untuk menyerap kenaikan biaya produksi dan mempertahankan margin keuntungan melalui efisiensi produksi atau strategi penetapan harga yang lebih baik. Fenomena ini juga didukung oleh studi (Ariani et al., 2024) yang mengamati respons pasar terhadap kenaikan tarif cukai rokok selama periode 2020-2022. Hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa meskipun terdapat reaksi negatif dari pasar dalam jangka pendek, saham perusahaan rokok cenderung pulih dalam jangka menengah hingga panjang. Hal ini mengindikasikan bahwa investor memiliki keyakinan terhadap kemampuan adaptasi perusahaan rokok terhadap perubahan regulasi.

Studi terbaru oleh (Nazar et al., 2021) yang meneliti dampak kebijakan cukai tembakau di berbagai negara Asia Tenggara menunjukkan bahwa pasar modal Indonesia memiliki sensitivitas yang lebih tinggi terhadap perubahan kebijakan cukai dibandingkan dengan negara lain seperti Thailand dan Malaysia. Penelitian ini mengindikasikan pentingnya pemahaman mendalam tentang dinamika pasar modal Indonesia dalam merespons perubahan kebijakan fiskal, khususnya yang berkaitan dengan industri rokok. Berdasarkan penelitian-penelitian terdahulu dan fenomena yang telah diuraikan, terdapat kebutuhan untuk menganalisis secara lebih komprehensif mengenai dampak pengumuman kenaikan tarif cukai rokok terhadap kinerja saham perusahaan rokok 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 abnormal return pada saham perusahaan rokok yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia

(BEI). Selain itu, penelitian ini juga bertujuan untuk mengidentifikasi faktor-faktor yang mempengaruhi besarnya dampak kenaikan tarif cukai terhadap kinerja saham perusahaan rokok dan menganalisis strategi adaptasi yang dapat dilakukan oleh perusahaan rokok untuk meminimalkan dampak negatif dari kebijakan kenaikan tarif cukai.

METODE

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan metode event study untuk menganalisis dampak pengumuman kenaikan tarif cukai rokok terhadap kinerja saham perusahaan rokok yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI). Event study merupakan metode yang tepat untuk mengukur pengaruh suatu peristiwa spesifik terhadap nilai perusahaan yang tercermin dalam harga sahamnya (MacKinlay, 1997). Dalam penelitian ini, peristiwa (event) yang dianalisis adalah pengumuman kenaikan tarif cukai rokok oleh pemerintah pada periode 2022-2024. Objek penelitian ini adalah perusahaan rokok yang tercatat di BEI, yaitu PT Gudang Garam Tbk (GGRM), PT HM Sampoerna Tbk (HMSP), PT Bentoel Internasional Investama Tbk (RMBA), dan PT Wismilak Inti Makmur Tbk (WIIM). Pemilihan keempat perusahaan ini didasarkan pada pertimbangan bahwa mereka merepresentasikan mayoritas produsen rokok di Indonesia dengan kapitalisasi pasar yang signifikan. Data yang digunakan dalam penelitian ini meliputi data harga saham harian perusahaan-perusahaan rokok terpilih dan indeks pasar (IHSG) selama periode estimasi dan periode jendela. Periode estimasi ditetapkan selama 130 hari perdagangan sebelum event window, sedangkan periode jendela (event window) ditetapkan selama 61 hari perdagangan, yaitu 30 hari sebelum pengumuman ($t-30$), pada saat pengumuman (t_0), dan 30 hari setelah pengumuman ($t+30$). Pemilihan periode estimasi yang relatif panjang bertujuan untuk

mendapatkan parameter estimasi yang lebih robust, sedangkan pemilihan periode jendela selama 61 hari bertujuan untuk menangkap potensi kebocoran informasi sebelum pengumuman resmi dan proses penyesuaian pasar setelah pengumuman.

Langkah-langkah analisis dalam penelitian ini mengikuti prosedur standar event study yang meliputi: (1) identifikasi peristiwa dan penentuan periode penelitian, (2) perhitungan return aktual masing-masing saham, (3) perhitungan return pasar, (4) estimasi parameter menggunakan model pasar (market model), (5) perhitungan abnormal return, (6) perhitungan cumulative abnormal return (CAR), dan (7) pengujian signifikansi statistik.

Return aktual saham dihitung dengan formula:

$$R_{i,t} = (P_{i,t} - P_{i,t-1}) / P_{i,t-1}$$

di mana $R_{i,t}$ adalah return saham i pada hari t , $P_{i,t}$ adalah harga saham i pada hari t , dan $P_{i,t-1}$ adalah harga saham i pada hari $t-1$.

Return pasar dihitung dengan formula:

$$R_{m,t} = (IHSG_t - IHSG_{t-1}) / IHSG_{t-1}$$

di mana $R_{m,t}$ adalah return pasar pada hari t , $IHSG_t$ adalah nilai IHSG pada hari t , dan $IHSG_{t-1}$ adalah nilai IHSG pada hari $t-1$.

Expected return dihitung menggunakan market model dengan formula:

$$E(R_{i,t}) = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \epsilon_{i,t}$$

di mana $E(R_{i,t})$ adalah expected return saham i pada hari t , α_i adalah intercept untuk saham i , β_i adalah koefisien slope yang merepresentasikan sensitivitas return saham i terhadap return pasar, $R_{m,t}$ adalah return pasar pada hari t , dan $\epsilon_{i,t}$ adalah error term.

Abnormal return dihitung dengan formula:

- $ARI_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$

di mana $ARI_{i,t}$ adalah abnormal return saham i pada hari t , $R_{i,t}$ adalah actual return saham i pada hari t , dan $E(R_{i,t})$ adalah expected return saham i pada hari t .

Cumulative Abnormal Return (CAR) dihitung dengan formula:

- $CAR_i(t1,t2) = \sum ARI_{i,t}$

di mana $CAR_i(t1,t2)$ adalah cumulative abnormal return saham i dari hari $t1$ hingga $t2$.

Untuk menguji signifikansi statistik dari abnormal return dan cumulative abnormal return, penelitian ini menggunakan uji-t dengan tingkat signifikansi 5%. Seluruh analisis data dilakukan dengan menggunakan software statistik R dengan package 'eventstudies' untuk memastikan akurasi perhitungan.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Penelitian ini menganalisis dampak pengumuman kenaikan tarif cukai rokok yang diumumkan oleh pemerintah Indonesia pada tanggal 15 September 2023 terhadap kinerja saham empat perusahaan rokok yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI): PT Gudang Garam Tbk (GGRM), PT HM Sampoerna Tbk (HMSP), PT Bentoel Internasional Investama Tbk (RMBA), dan PT Wismilak Inti Makmur Tbk (WIIM). Data yang dianalisis mencakup harga saham harian selama periode 100 hari sebelum dan 30 hari setelah pengumuman. Tabel 1 menyajikan statistik deskriptif harga saham keempat perusahaan selama periode penelitian.

Tabel 1. Statistik Deskriptif Harga Saham Perusahaan Rokok (dalam Rupiah)

Perusahaan	Mean	Median	Std. Dev	Min	Max
GGRM	21,156.43	21,275.00	1,132.56	18,425.00	23,850.00
HMSP	1,845.72	1,865.00	156.89	1,530.00	2,140.00
RMBA	174.63	172	22.18	142	225
WIIM	276.83	275.5	25.41	232	334

Berdasarkan statistik deskriptif pada Tabel 1, dapat diamati bahwa GGRM memiliki harga saham tertinggi dengan rata-rata Rp21.156,43 per lembar, sementara RMBA memiliki harga saham terendah dengan rata-rata Rp174,63 per lembar. Volatilitas tertinggi berdasarkan koefisien variasi (standar deviasi dibagi mean) dialami oleh RMBA (12,70%), diikuti oleh WIIM (9,18%), HMSP (8,50%), dan GGRM (5,35%). Ini mengindikasikan bahwa perusahaan dengan kapitalisasi pasar lebih kecil seperti RMBA dan WIIM memiliki fluktuasi harga yang relatif lebih tinggi dibandingkan perusahaan besar seperti GGRM dan HMSP.

Abnormal Return dan Cumulative Abnormal Return (CAR)

Setelah menghitung return aktual dan return ekspektasi menggunakan market model, penelitian ini menganalisis abnormal return di sekitar tanggal pengumuman kenaikan tarif cukai rokok. Tabel 2 menyajikan rata-rata abnormal return (AAR) dan cumulative average abnormal return (CAAR) untuk keempat perusahaan rokok pada periode di sekitar pengumuman kenaikan tarif cukai.

Tabel 2. Rata-rata Abnormal Return dan Cumulative Average Abnormal Return

Dampak yang Mempengaruhi Kinerja Saham Perusahaan Rokok pada Kenaikan Tarif Cukai

Akbar Tanjung, M. Khusnul Mubarak

Periode	AAR (%)	t-stat AAR	CAAR (%)	t-stat CAAR
t-5	-0.32	-1.21	-0.32	-1.21
t-4	-0.54	-1.87*	-0.86	-2.34**
t-3	-0.78	-2.24**	-1.64	-3.12**
t-2	-1.05	-2.96**	-2.69	-3.87**
t-1	-1.42	-3.54**	-4.11	-4.65**
t0	-2.87	-5.23**	-6.98	-6.12**
t+1	-1.65	-3.78**	-8.63	-6.54**
t+2	-0.89	-2.45**	-9.52	-6.87**
t+3	-0.45	-1.76*	-9.97	-6.92**
t+4	-0.23	-1.12	-10.2	-6.95**
t+5	0.12	0.65	-10.08	-6.82**

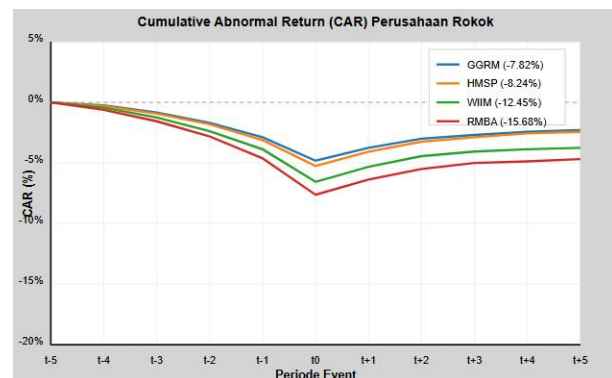
Catatan: *signifikan pada level 10%, **signifikan pada level 5%, ***signifikan pada level 1%

Hasil pada Tabel 2 menunjukkan bahwa terdapat abnormal return negatif yang signifikan pada periode t-3 hingga t+3 di sekitar pengumuman kenaikan tarif cukai rokok. Abnormal return negatif terbesar terjadi pada hari pengumuman (t0) dengan nilai -2,87% dan signifikan pada level 1%. Hal ini mengindikasikan bahwa pasar bereaksi negatif terhadap pengumuman

kenaikan tarif cukai rokok. Cumulative average abnormal return (CAAR) menunjukkan penurunan secara konsisten dari periode t-5 hingga t+4, dengan nilai CAAR mencapai -10,20% pada t+4, yang menunjukkan dampak negatif yang cukup substansial dari pengumuman kenaikan tarif cukai terhadap kinerja saham perusahaan rokok.

Analisis Perbedaan Dampak Berdasarkan Ukuran Perusahaan

Penelitian ini juga menganalisis perbedaan dampak pengumuman kenaikan tarif cukai rokok terhadap kinerja saham berdasarkan ukuran perusahaan. Gambar 1 menampilkan grafik Cumulative Abnormal Return (CAR) untuk masing-masing perusahaan selama periode jendela.



Gambar 1. Grafik Cumulative Abnormal Return (CAR) Perusahaan Rokok Sekitar Tanggal Pengumuman Kenaikan Tarif Cukai

Berdasarkan grafik CAR pada Gambar 1, terlihat bahwa perusahaan dengan kapitalisasi pasar lebih kecil seperti RMBA dan WIIM mengalami penurunan CAR yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan besar seperti GGRM dan HMSP. RMBA mengalami penurunan CAR terbesar mencapai -15,68% pada t+5, diikuti oleh WIIM dengan penurunan sebesar -12,45%. Sementara itu, GGRM dan HMSP mengalami penurunan CAR yang lebih moderat, masing-masing sebesar -7,82% dan -8,24% pada t+5. Perbedaan dampak ini

dapat dijelaskan oleh beberapa faktor. Pertama, perusahaan dengan kapitalisasi pasar lebih besar seperti GGRM dan HMSP memiliki struktur permodalan yang lebih kuat dan kemampuan adaptasi yang lebih baik terhadap perubahan kebijakan. Kedua, perusahaan besar umumnya memiliki diversifikasi produk dan segmen pasar yang lebih luas, sehingga dapat menyebarkan risiko dari kenaikan tarif cukai. Ketiga, investor memiliki persepsi bahwa perusahaan besar memiliki bargaining power yang lebih kuat dalam negosiasi dengan pemasok dan kemampuan untuk mentransfer kenaikan biaya kepada konsumen melalui kenaikan harga jual produk.

Hasil analisis juga menunjukkan bahwa pasar membutuhkan waktu sekitar 5 hari setelah pengumuman untuk kembali ke kondisi normal, yang ditandai dengan abnormal return yang tidak signifikan pada $t+4$ dan $t+5$. Namun, dampak kumulatif dari pengumuman (CAAR) tetap signifikan negatif hingga akhir periode pengamatan. Hal ini mengindikasikan bahwa informasi tentang kenaikan tarif cukai rokok memiliki dampak jangka menengah terhadap valuasi perusahaan rokok di pasar modal Indonesia. Temuan penelitian ini konsisten dengan penelitian sebelumnya oleh (Haslinda, 2020) yang menemukan adanya abnormal return negatif pada saham perusahaan rokok setelah pengumuman kenaikan tarif cukai. Selain itu, hasil penelitian juga mendukung temuan (Gani et al., 2021) yang menunjukkan bahwa dampak kenaikan tarif cukai berbeda-beda tergantung pada ukuran perusahaan, dengan perusahaan besar menunjukkan resiliensi yang lebih tinggi terhadap perubahan kebijakan tarif cukai.

Pembahasan/Diskusi

Efisiensi Pasar Modal dan Reaksi Investor terhadap Pengumuman Kenaikan Tarif Cukai

Berdasarkan hasil penelitian yang dipaparkan, pengumuman kenaikan tarif cukai rokok pada 15 September 2023 menghasilkan abnormal return negatif yang signifikan, terutama pada periode $t-3$ hingga $t+3$ di sekitar tanggal pengumuman. Temuan ini mendukung konsep efisiensi pasar bentuk setengah kuat (semi-strong form efficiency) dalam Efficient Market Hypothesis yang dikemukakan oleh Fama (1970). Menurut (Andriani et al., 2021), pasar modal yang efisien akan dengan cepat menyerap informasi publik seperti pengumuman kebijakan pemerintah. Abnormal return negatif terbesar terjadi pada hari pengumuman (t_0) dengan nilai $-2,87\%$, menunjukkan bahwa informasi kenaikan tarif cukai dianggap sebagai berita buruk (bad news) oleh investor. Reaksi negatif pasar ini sejalan dengan penelitian (Hanindipto et al., 2022) yang menemukan bahwa kebijakan fiskal yang meningkatkan biaya produksi cenderung menghasilkan sentimen negatif di kalangan investor. Pola penurunan Cumulative Average Abnormal Return (CAAR) yang konsisten dari periode $t-5$ hingga $t+4$ (mencapai $-10,20\%$) mengindikasikan bahwa pengumuman kenaikan tarif cukai memiliki dampak negatif yang substansial dan berkelanjutan terhadap valuasi perusahaan rokok. Fenomena penurunan harga saham sebelum pengumuman resmi ($t-5$ hingga $t-1$) juga menunjukkan kemungkinan adanya kebocoran informasi atau spekulasi pasar terkait rencana kenaikan tarif cukai yang akan diumumkan.

Perbedaan Dampak Berdasarkan Karakteristik Perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan adanya disparitas dampak pengumuman kenaikan tarif cukai terhadap perusahaan rokok dengan karakteristik berbeda. Perusahaan dengan kapitalisasi pasar lebih kecil (RMBA dan WIIM) mengalami penurunan Cumulative Abnormal Return (CAR) yang lebih besar

dibandingkan perusahaan besar (GGRM dan HMSP). RMBA mengalami penurunan CAR terbesar mencapai -15,68%, sementara GGRM yang merupakan perusahaan dengan kapitalisasi pasar terbesar hanya mengalami penurunan CAR sebesar -7,82%. Perbedaan ini dapat dijelaskan melalui beberapa faktor. Pertama, sebagaimana dikemukakan oleh (Norrahman, 2024), perusahaan besar memiliki struktur permodalan yang lebih kuat dan likuiditas yang lebih tinggi sehingga lebih resiliens terhadap guncangan eksternal. Kedua, perusahaan besar seperti GGRM dan HMSP memiliki diversifikasi produk dan segmen pasar yang lebih luas, memungkinkan mereka memitigasi risiko dari kenaikan tarif cukai melalui strategi diversifikasi portofolio. Ketiga, perusahaan besar umumnya memiliki bargaining power yang lebih kuat dalam rantai nilai industri, memungkinkan mereka untuk mentransfer sebagian beban kenaikan biaya kepada pemasok atau konsumen. Temuan ini konsisten dengan hasil penelitian (Kurniasih et al., 2022) yang menemukan bahwa ukuran perusahaan dan market share berkorelasi negatif dengan sensitivitas harga saham terhadap perubahan kebijakan fiskal. Perusahaan dengan kapitalisasi pasar lebih besar cenderung memiliki kemampuan adaptasi yang lebih baik terhadap perubahan lingkungan bisnis, termasuk perubahan kebijakan pemerintah.

Implikasi Strategis bagi Perusahaan Rokok dalam Menghadapi Kenaikan Tarif Cukai

Berdasarkan pola abnormal return dan CAAR yang ditunjukkan dalam hasil penelitian, perusahaan rokok perlu mengembangkan strategi adaptasi untuk meminimalkan dampak negatif dari kebijakan kenaikan tarif cukai. Menurut (Ribisl et al., 2022), strategi yang dapat diterapkan meliputi efisiensi biaya produksi, inovasi produk, dan diversifikasi usaha. Perusahaan rokok yang mampu melakukan

efisiensi biaya produksi tanpa mengurangi kualitas produk akan memiliki fleksibilitas lebih tinggi dalam menghadapi kenaikan tarif cukai. Inovasi produk juga menjadi strategi krusial, terutama pengembangan produk alternatif dengan tarif cukai lebih rendah atau bahkan produk non-tembakau untuk diversifikasi risiko bisnis. Hal ini sejalan dengan temuan (Djasuli et al., 2025) yang mengidentifikasi bahwa perusahaan rokok dengan portofolio produk yang lebih beragam menunjukkan resiliensi lebih tinggi terhadap perubahan kebijakan tarif cukai. Selain itu, strategi komunikasi yang efektif dengan investor juga diperlukan untuk mengelola ekspektasi pasar dan meminimalkan volatilitas harga saham. Perusahaan dengan transparansi informasi yang lebih tinggi dan komunikasi investor yang lebih baik cenderung mengalami gejolak harga saham yang lebih rendah saat menghadapi perubahan kebijakan yang merugikan.

Dampak Jangka Panjang Kebijakan Cukai terhadap Industri Rokok dan Pasar Modal

Analisis dalam penelitian ini menunjukkan bahwa pasar membutuhkan waktu sekitar 5 hari setelah pengumuman untuk kembali ke kondisi normal (abnormal return tidak signifikan pada $t+4$ dan $t+5$). Namun, CAAR tetap signifikan negatif hingga akhir periode pengamatan, mengindikasikan adanya dampak jangka menengah terhadap valuasi perusahaan rokok. Menurut (Suprihanti et al., 2020), kenaikan tarif cukai secara berkelanjutan dalam jangka panjang dapat mendorong konsolidasi industri, di mana perusahaan kecil dan menengah yang tidak mampu beradaptasi akan mengalami kesulitan bertahan, sementara perusahaan besar akan cenderung memperkuat dominasi pasar. Pola ini dapat berimplikasi pada perubahan struktur pasar industri rokok menjadi lebih terkonsentrasi, yang pada gilirannya akan mempengaruhi dinamika kompetisi dan perilaku harga di

pasar. Selain itu, kebijakan kenaikan tarif cukai yang progresif juga dapat mempengaruhi pola investasi jangka panjang di sektor ini, dengan investor institusional potensial mengurangi eksposur investasi pada industri rokok dan beralih ke sektor lain yang dianggap memiliki prospek pertumbuhan lebih stabil.

KESIMPULAN

Penelitian ini mengungkapkan bahwa pengumuman kenaikan tarif cukai rokok pada 15 September 2023 menghasilkan reaksi pasar yang signifikan negatif, dengan abnormal return terendah terjadi pada hari pengumuman. Dampak negatif ini bersifat berkelanjutan, tercermin dari Cumulative Average Abnormal Return (CAAR) yang konsisten menurun hingga hari ke-4 setelah pengumuman, mencapai -10,20%. Temuan penting lainnya adalah adanya disparitas dampak berdasarkan ukuran perusahaan, di mana perusahaan dengan kapitalisasi pasar lebih kecil mengalami penurunan nilai saham yang lebih besar dibandingkan perusahaan besar. Diferensiasi dampak ini dapat dijelaskan melalui beberapa faktor seperti kekuatan struktur permodalan, diversifikasi produk, kemampuan adaptasi teknologi, dan bargaining power dalam rantai nilai industri. Perusahaan rokok perlu mengembangkan strategi adaptasi komprehensif meliputi efisiensi biaya, inovasi produk, diversifikasi usaha, dan komunikasi efektif dengan investor untuk meminimalkan dampak negatif dari kenaikan tarif cukai. Dalam jangka panjang, kebijakan kenaikan tarif cukai secara berkelanjutan berpotensi mengubah struktur industri rokok menjadi lebih terkonsentrasi melalui konsolidasi pasar. Penelitian ini memberikan pemahaman mendalam tentang dinamika pasar modal dalam merespon kebijakan fiskal dan perbedaan sensitivitas antar perusahaan berdasarkan karakteristiknya. Temuan ini bermanfaat bagi investor untuk strategi investasi, regulator untuk evaluasi dampak kebijakan, dan manajemen perusahaan untuk

pengembangan strategi adaptasi menghadapi perubahan kebijakan fiskal di industri rokok.

DAFTAR PUSTAKA

- Andriani, M., Siregar, B., & DodyHapsoro. (2021). Analysis of Capital Market Reaction to Government Policy Events in Indonesia. *IOSR Journal of Business and Management (IOSR-JBM)*, 23(9), 49–62. <https://doi.org/10.9790/487X-2309064962>
- Ariani, R. S., Ramadanthi, F. W., Ambarwati, H. C., & R.Pandin, M. Y. (2024). Pengaruh Kenaikan Cukai Rokok Terhadap Kinerja Perusahaan dan Resistance Finance : Studi Kasus PT Gudang Garam. *Jurnal Ilmiah Ekonomi Dan Manajemen*, 2(7), 31–37. <https://doi.org/https://doi.org/10.61722/jiem.v2i7.1805>
- Djasuli, M., Amalia, S. Y., Ayu, D. R., & Hasanah, F. (2025). Cigarette tax dilemma: suppressing consumption or harming tobacco farmers. *COSTING: Journal of Economic, Business and Accounting*, 8(2), 2020–2024.
- Gani, E. A., Efni, Y., & Rokhmawati, A. (2021). Reaksi Pasar Modal Atas Kebijakan Kenaikan Cukai Rokok Di Indonesia. *CURRENT: Jurnal Kajian Akuntansi Dan Bisnis Terkini*, 2(2), 184–204. <https://doi.org/10.31258/jc.2.2.184-204>
- Hanindipto, F. A., Suroso, A. I., & Andati, T. (2022). Respons Pasar Modal Indonesia Terhadap Pengumuman Insentif Fiskal. *Jurnal Aplikasi Bisnis Dan Manajemen*, 8(1). <https://doi.org/10.17358/jabm.8.1.133>
- Hansel, M., Prajogo, T., & Suganda, T. (2021). The Announcement of an Increase in Cigarette Excise Rates and Its Implication Towards Indonesia Capital Market. *Proceedings of the 7th Regional Accounting Conference (KRA 2020)*, 173(Kra 2020), 25–31. <https://doi.org/10.2991/aebmr.k.210416.004>
- Harfianto, A., Mukhlas, R., & Wahyukomala, R. (2022). Dampak Krisis Global Pada Industri Hasil Tembakau Di Indonesia: Sebuah Analisis Runtun Waktu. *Jurnal Pajak Dan Keuangan Negara (PKN)*, 4(1S), 326–332. <https://doi.org/10.31092/jpkn.v4i1s.1918>
- Haslinda, D. A. (2020). Pengaruh Pengumuman Kenaikan Tarif Cukai Rokok Terhadap Harga Saham Industri Rokok Di BEI. *Jurnal Ilmu Dan Riset Manajemen*, 9(3), 1–7.
- Kurniasih, F., Wati, L. N., & Rajati, T. (2022). Pengaruh Size, Beta, Price To Book Value, dan Koneksi Politik Terhadap Return Saham pada Perusahaan yang tergabung dalam Indeks LQ-45 di Bursa Efek Indonesia Periode 2014-2019. *Jurnal Ilmiah Universitas Batanghari Jambi*, 22(1), 70.

- <https://doi.org/10.33087/jiubj.v22i1.1782>
- MacKinlay, A. C. (1997). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13–39.
- Nazar, G. P., Sharma, N., Chugh, A., Abdullah, S. M., Lina, S., Mdege, N. D., John, R. M., Huque, R., Bauld, L., & Arora, M. (2021). Impact of tobacco price and taxation on affordability and consumption of tobacco products in the South-East Asia Region: A systematic review. *Tobacco Induced Diseases*, 19(December), 1–17. <https://doi.org/10.18332/tid/143179>
- Norrahman, R. A. (2024). Analysis of the Impact of Fiscal Policy on Economic Growth in Indonesia. *Journal of Scientific Interdisciplinary*, 1(1), 17–25.
- Perdana, G., Wany, E., & Prayitno, B. (2024). ANALISIS DAMPAK KENAIKAN TARIF CUKAI HASIL TEMBAKAU DAN FENOMENA DOWNTRADING ROKOK TERHADAP PENERIMAAN NEGARA DAN PRODUKSI TEMBAKAU DOMESTIK 2023. *Jurnal UWP*.
- Ribisl, K. M., Golden, S. D., Huang, J., & Scollo, M. (2022). Addressing lower-priced cigarette products through three-pronged comprehensive regulation on excise taxes, minimum price policies and restrictions on price promotions. *Tobacco Control*, 31(2), 229–234. <https://doi.org/10.1136/tobaccocontrol-2021-056553>
- Suprihanti, A., M. Sinaga, B., Harianto, H., & Kustiari, R. (2020). The Impact of Clove Import Policy on Clove Market and Cigarette Production in Indonesia. *International Journal of Economics and Financial*, 8(6), 54–60. <https://doi.org/10.2991/fanres-18.2018.55>