

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Risiko *Crash* harga saham (*stock price crash risk*, SPCR) merupakan topik yang semakin penting dan menjadi perhatian utama bagi investor dan regulator karena berpotensi menyebabkan kerugian besar bagi pemegang saham dan dianggap sebagai risiko pasar yang tidak dapat dieliminasi melalui diversifikasi portofolio (Hamsyi et al., 2025). SPCR didefinisikan sebagai peristiwa yang jarang terjadi (*low-probability event*) yang menghasilkan *Outlier* negatif besar dalam distribusi *return* idiosinkratik saham Andreou et al. (2023), mencerminkan penurunan tajam dan tak terduga dalam nilai ekuitas (Dang et al., 2018). Secara luas, penyebab utama SPCR didorong oleh kepentingan pribadi untuk menimbun atau menyembunyikan berita buruk (*bad news hoarding*) dari pihak luar (Andreou et al., 2023).

Mekanisme utama penimbunan informasi negatif ini sering kali termanifestasi melalui opasitas pelaporan keuangan (*financial reporting opacity*), di mana kurangnya transparansi memungkinkan berita buruk terakumulasi hingga melewati titik kritis, yang kemudian dilepaskan secara tiba-tiba ke pasar dan memicu penurunan harga yang drastis (Hamsyi et al., 2025). Manajer, didorong oleh insentif seperti kompensasi atau reputasi, cenderung menyembunyikan informasi negatif dari investor eksternal (Dang et al., 2018). Akibatnya, harga saham menjadi dinilai terlalu tinggi (*overvalued*), dan ketika berita buruk yang

terakumulasi mencapai titik kritis (*tipping point*), pengungkapan mendadak yang tak terhindarkan memicu koreksi harga yang tajam, atau *crash* (Dang et al., 2018).

Selain itu, struktur modal perusahaan, khususnya jatuh tempo utang (*Debt Maturity Structure/DMS*), merupakan salah satu penentu risiko kehancuran harga saham di masa depan. Terdapat perdebatan teoretis mengenai peran struktur utang ini. Penelitian ini berfokus pada argumen bahwa proporsi utang jangka panjang yang lebih besar justru dapat meningkatkan risiko *crash*. Logika di balik pandangan ini adalah bahwa utang jangka panjang diasosiasikan dengan pengawasan yang kurang intensif oleh kreditur (karena tidak perlu sering melakukan pembiayaan ulang). Kurangnya pengawasan ini memberikan peluang yang lebih besar bagi manajer untuk menimbun berita buruk (*bad news hoarding*), yang pada akhirnya meningkatkan akumulasi risiko dan potensi *crash* di masa depan (Hasan et al., 2021).

Krisis keuangan dan ketidakstabilan sistemik secara inheren meningkatkan risiko pasar, di mana adanya asosiasi positif yang signifikan antara krisis keuangan dan *stock price crash risk* (SPCR) (Zulfiqar et al., 2022). Krisis COVID-19, dengan potensi kerugiannya yang bersifat mendadak dan tidak terduga, secara teoritis memperkuat insentif manajerial yang oportunistik untuk menimbun kabar buruk (*bad news hoarding*). Manajer memiliki dorongan untuk menyembunyikan kinerja negatif atau menunda pengungkapan informasi buruk demi melindungi harga saham dan kepentingan pribadi mereka di tengah gejolak pasar (Thuy et al., 2021). Ketika perusahaan menghadapi guncangan ini dengan sistem tata kelola perusahaan (GCG) yang buruk, peluang untuk menahan informasi negatif menjadi lebih besar

(Zulfiqar et al., 2022). Akumulasi kabar buruk yang ditimbun inilah yang pada akhirnya memperbesar potensi keruntuhan harga (*crash*) di masa depan, yaitu ketika semua informasi negatif tersebut tidak lagi dapat ditahan dan terungkap ke pasar secara tiba-tiba.



Gambar 1.1 Grafik IHSG

Sumber: Stockbit.com (2025)

Penting untuk dicatat bahwa fenomena kejatuhan pasar secara massal (IHSG) ini merupakan cerminan dari risiko sistemik. Penelitian ini sendiri tidak berfokus pada risiko sistemik tersebut, melainkan pada *stock price crash risk* (SPCR) yang bersifat *idiosinkratik* (spesifik perusahaan), di mana teori utamanya adalah *agency theory* dengan *bad news hoarding* di level manajerial. Justru, guncangan eksternal pandemi COVID-19 ini menyediakan sebuah "laboratorium alami" atau "uji stres" (*stress test*) untuk menguji teori SPCR. Manajer, yang secara teoretis cenderung oportunistik, memiliki insentif untuk menimbun kabar buruk (*withhold bad news*) guna melindungi harga saham dan kepentingan pribadinya

(Thuy et al., 2021). Ketika perusahaan menghadapi periode krisis dengan sistem tata kelola perusahaan yang kurang efisien dan buruk, peluang keruntuhan harga menjadi lebih tinggi (Zulfiqar et al., 2022). Krisis COVID-19, dengan potensi kerugian yang tidak terduga Zulfiqar et al. (2022), secara drastis memperkuat insentif manajerial ini untuk menyembunyikan kinerja yang tampak buruk atau menunda pengungkapan informasi negatif agar harga saham tetap stabil di tengah gejolak pasar yang masif. Dengan demikian, pandemi berfungsi sebagai konteks yang memperburuk akar penyebab SPCR (yaitu *bad news hoarding*). Penimbunan kabar buruk ini memperbesar akumulasi risiko, sehingga memperbesar potensi keruntuhan harga individu di masa depan saat berita buruk tersebut tak terhindarkan lagi untuk diungkapkan.

Risiko *crash* harga saham (*Stock Price Crash Risk*, SPCR) penting diteliti karena tren historisnya menunjukkan peningkatan signifikan, dengan tingkat kejadian mencapai 27% pada perusahaan AS tahun 2019, jauh melampaui frekuensi teoretis (Andreou et al., 2023). Penelitian mengenai SPCR secara luas didasarkan pada teori agensi (*Agency Theory*), yang berasumsi bahwa manajer yang mementingkan diri sendiri akan menyembunyikan berita buruk (*bad news hoarding*) melalui opasitas laporan keuangan, yang pada akhirnya menyebabkan harga saham anjlok secara tiba-tiba ketika berita buruk yang terakumulasi terungkap (Andreou et al., 2023). Namun, hubungan antara variabel-variabel bebas dengan variabel terikatnya seringkali menghasilkan temuan yang bertentangan.

Dalam Opasitas Laporan Keuangan terdapat pertentangan yang sangat mendasar dalam literatur, yang membagi pandangan lama (Teori Agensi) dan

pandangan baru (Kritik Pasca-SOX). Menurut hasil penelitian dari Andreou et al., (2023), mengemukakan bahwa terdapat hubungan Positif Signifikan terhadap SPCR. Literatur yang luas mendukung argumen Teori Agensi bahwa manajer menggunakan opasitas laporan keuangan untuk menyembunyikan berita buruk, yang meningkatkan risiko *crash* (Andreou et al., 2023). Namun hasil penelitian dari (He & Milbradt, 2016). Mengemukakan bahwa hubungannya non-signifikan / peran terbatas terhadap SPCR. Ditemukan bahwa opasitas dan *overinvestment* hanya memainkan peran terbatas (*limited role*) dalam menjelaskan peningkatan risiko *crash* pada periode pasca-SOX (Sarbanes-Oxley Act) (He & Milbradt, 2016).

Terdapat perdebatan teoretis dan temuan empiris yang kontradiktif (*mixed findings*) mengenai dampak dari struktur maturitas utang khususnya utang jangka panjang terhadap *stock price crash risk* (SPCR). Di satu sisi, terdapat argumen yang mendukung peran pengawasan (*monitoring*). Penelitian oleh Canbaloglu et al. (2022) di pasar Turki menemukan bahwa proporsi utang jangka panjang yang lebih tinggi justru berhubungan dengan risiko *crash* yang lebih rendah (hubungan negatif). Temuan ini didasarkan pada asumsi bahwa perusahaan yang ingin mendapatkan utang jangka panjang yang menguntungkan didorong untuk meningkatkan transparansi dan tata kelola yang efisien. Peningkatan transparansi ini mengurangi asimetri informasi dan pada akhirnya menurunkan SPCR (Canbaloglu et al., 2022). Di sisi lain, argumen tandingan berfokus pada kurangnya intensitas pengawasan. Penelitian oleh Hasan et al. (2021) menemukan hasil yang berlawanan dalam konteks Australia, yaitu utang jangka panjang memiliki

hubungan positif signifikan terhadap SPCR. Logika di balik temuan ini adalah bahwa utang jangka panjang diasosiasikan dengan pengawasan yang kurang intensif oleh kreditur (karena tidak perlu sering melakukan pembiayaan ulang). Kurangnya pengawasan ini memberikan peluang yang lebih besar bagi manajer untuk menimbun berita buruk (*bad news hoarding*), yang pada akhirnya meningkatkan akumulasi risiko dan potensi *crash* di masa depan (Hasan et al., 2021).

Mengingat adanya temuan yang kontradiktif tersebut, penelitian ini melihat bahwa generalisasi terhadap seluruh sektor industri di Indonesia berpotensi menyamarkan pengaruh riil dari struktur utang dan opasitas laporan keuangan. Karakteristik pasar modal Indonesia yang unik menuntut adanya analisis yang lebih mendalam melalui pemisahan sektor berdasarkan keterpaparan risiko fundamentalnya. Sektor energi di Indonesia, yang sangat bergantung pada fluktuasi harga komoditas global, memiliki profil risiko yang sangat kontras dengan sektor barang baku yang lebih didorong oleh dinamika pembangunan infrastruktur domestik.

Pemisahan sektor ini menjadi krusial karena mekanisme penimbunan berita buruk (*bad news hoarding*) dapat dipicu oleh faktor yang berbeda di masing-masing industri. Pada sektor energi, guncangan eksternal berupa volatilitas harga energi dunia selama pandemi COVID-19 memberikan tekanan likuiditas yang lebih masif, sehingga peran DMS (*Debt Maturity Structure*) menjadi instrumen pertahanan yang sangat vital dibandingkan sekadar masalah transparansi akuntansi. Sebaliknya,

pada sektor barang baku, stabilitas permintaan domestik mungkin membuat pasar lebih toleran terhadap opasitas, sejauh profil fundamental perusahaan tetap terjaga.

Oleh karena itu, penelitian ini tidak hanya bertujuan untuk menguji kembali teori agensi di tengah krisis, namun juga untuk membuktikan bahwa risiko keruntuhan harga saham di Indonesia bersifat sektoral. Dengan membedakan pemicu risiko antara faktor global pada sektor energi dan faktor domestik pada sektor barang baku, penelitian ini diharapkan dapat memberikan resolusi atas perdebatan mengenai peran pengawasan kreditur melalui struktur utang jangka panjang dalam memitigasi *stock price crash risk* di pasar berkembang.

1.2 Pertanyaan Penelitian

Adanya inkonsistensi temuan dan pertentangan teoretis (*research gap*) pada variabel opasitas pelaporan, dan *Debt Maturity Structure* menegaskan adanya kesenjangan yang perlu diisi. Dengan demikian, penelitian ini diarahkan untuk menjawab pertanyaan utama berikut:

1. Apakah opasitas pelaporan keuangan berpengaruh positif dan signifikan terhadap *stock price crash risk* pada perusahaan yang terdaftar di Indonesia
2. Apakah *Debt Maturity Structure* (yang diproksikan dengan porsi utang jangka panjang) berpengaruh positif dan signifikan terhadap SPCR

1.3 Tujuan Penelitian

Berangkat dari adanya pertentangan teoretis (*research gap*) dan inkonsistensi temuan sebelumnya, penelitian ini bertujuan untuk menguji kembali faktor-faktor yang memengaruhi risiko keruntuhan harga saham (*Stock Price Crash Risk*/SPCR)

pada perusahaan publik di Indonesia, khususnya dalam konteks unik pandemi COVID-19. Dalam hal ini, opasitas pelaporan keuangan, dan *Debt Maturity Structure* dipandang sebagai faktor krusial yang perlu diuji kembali pengaruhnya. Dengan demikian, penelitian ini dilakukan untuk mengetahui:

1. Menganalisis pengaruh opasitas pelaporan keuangan terhadap stock price *crash risk* pada perusahaan yang terdaftar di Indonesia.
2. Menguji pengaruh *Debt Maturity Structure*, yang diproksikan dengan porsi utang jangka panjang, terhadap stock price *crash risk* pada perusahaan sektor energi yang terdaftar di Indonesia.

1.4 Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan memberikan kontribusi baik secara teoretis maupun praktis, khususnya dalam menjernihkan pertentangan teoretis mengenai hubungan antara opasitas pelaporan, dan *Debt Maturity Structure* terhadap risiko keruntuhan harga saham (*Stock Price Crash Risk/SPCR*) di Indonesia. Hasil penelitian diharapkan dapat memperluas kajian dalam bidang manajemen keuangan dan tata kelola perusahaan, serta menjadi acuan praktis bagi investor, manajer, dan regulator dalam mengantisipasi risiko pasar. Adapun manfaat dari penelitian ini yaitu:

1. Teoritis: Penelitian ini diharapkan mampu memberikan kontribusi yang berarti terhadap pengembangan literatur akademik dalam bidang manajemen keuangan dan tata kelola perusahaan. Studi ini dapat memberikan bukti empiris baru mengenai bagaimana mekanisme transparansi (opasitas pelaporan keuangan), dan mekanisme pengawasan eksternal (*Debt Maturity Structure*) berinteraksi dalam memengaruhi risiko

keruntuhan harga saham. Dengan menguji kembali research gap yang ada dalam konteks unik pandemi COVID-19, hasil penelitian ini berpotensi menjadi landasan bagi penelitian selanjutnya, khususnya dalam konteks pasar negara berkembang seperti Indonesia yang memiliki tingkat asimetri informasi yang tinggi.

2. Praktis

Secara praktis, penelitian ini diharapkan memberikan manfaat bagi berbagai pihak.

- a. Bagi investor, hasil penelitian dapat menjadi sumber wawasan mengenai pentingnya memperhatikan metrik proksi risiko *crash* (*Negative Conditional Skewness / NCSKEW*) dan struktur tata kelola perusahaan sebelum berinvestasi. Secara khusus, investor perlu mencermati tingkat Opasitas (yang diproksikan dengan *Discretionary Accruals*), serta rasio Utang Jangka Panjang terhadap Total Utang (DMS). Wawasan ini dapat membantu menyusun strategi investasi yang lebih cermat untuk meminimalkan risiko kerugian akibat keruntuhan harga saham.
- b. Bagi manajemen perusahaan, penelitian ini dapat menjadi masukan untuk memperkuat praktik tata kelola, khususnya dengan mengoptimalkan proporsi utang jangka panjang agar tetap berada di batas optimal dan menyelaraskan jatuh tempo utang dengan maturitas aset dan meningkatkan kualitas pelaporan keuangan melalui meminimalisir penggunaan *discretionary accruals*.

Langkah-langkah ini penting untuk menjaga kepercayaan pasar serta mengurangi insentif *bad news hoarding* yang dapat memicu penurunan harga saham secara drastis.

- c. Bagi akademisi, penelitian ini juga bermanfaat bagi dosen sebagai bahan ajar dan referensi penelitian terbaru yang relevan dengan isu-isu aktual di pasar modal Indonesia, serta bagi mahasiswa sebagai sarana untuk memahami lebih dalam keterkaitan antara transparansi, struktur utang, dan risiko pasar, sekaligus menjadi rujukan untuk penelitian lanjutan.
- d. Bagi regulator (Bursa Efek Indonesia/BEI), penelitian ini dapat memberikan landasan empiris bagi BEI untuk memperkuat kebijakan dan mekanisme pengawasan terkait kualitas tata kelola dan transparansi emiten. BEI dapat mengevaluasi efektivitas investor institusional sebagai mekanisme monitoring eksternal. Tingkat opasitas laporan keuangan dapat dijadikan dasar untuk meningkatkan kewajiban disclosure dan intensitas pemeriksaan terhadap emiten dengan potensi praktik manajemen laba. Sementara itu, informasi terkait struktur utang jangka panjang dapat membantu BEI mengidentifikasi emiten yang berisiko tinggi mengalami tekanan finansial yang dapat memicu risiko keruntuhan harga saham. Dengan memanfaatkan ketiga indikator ini, BEI dapat mengembangkan regulasi atau pedoman pengawasan yang lebih

presisi untuk memperkuat integritas pasar dan perlindungan investor.

