

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Laporan keuangan merupakan instrumen utama dalam penyampaian informasi kinerja perusahaan kepada para pemangku kepentingan, khususnya investor (Olayinka, 2022). Transparansi laporan keuangan dianggap sebagai sinyal kredibilitas yang sangat memengaruhi keputusan investasi (Mohammadiyan, 2024). Dalam konteks pasar modal global, salah satu studi menunjukkan bahwa kualitas laporan keuangan berhubungan erat dengan persepsi risiko dan kepercayaan investor (Alqaraleh, 2024). Ketika laporan keuangan disajikan secara andal, investor lebih percaya untuk menanamkan modalnya, sementara ketidakpastian informasi akan menimbulkan reaksi pasar yang negatif (Zhang, 2006). Signifikansi laporan keuangan semakin menonjol pada era keterbukaan informasi karena setiap penyimpangan dapat memicu perubahan harga saham secara cepat (Kothari & Billard, 2000). Oleh karena itu, laporan keuangan yang kredibel tidak hanya menjadi dasar analisis fundamental, tetapi juga instrumen yang menentukan stabilitas pasar. Kredibilitas laporan keuangan dapat dijamin apabila telah diaudit oleh pihak independen yakni auditor eksternal.

Audit eksternal menempati posisi penting sebagai mekanisme tata kelola yang memberikan *assurance* atas kewajaran laporan keuangan (Mroueh, 2024). Kualitas audit tercerminkan melalui transparansi dan keakuratan informasi keuangan yang diberikan kepada investor (Rasyid dkk, 2026). Salah satu aspek yang paling krusial dalam audit adalah opini *going concern*, yang menandakan adanya keraguan auditor terhadap kemampuan perusahaan

melanjutkan operasinya di masa depan (Gallizo & Saladrigues, 2016). Opini ini dapat memengaruhi kepercayaan pasar dan harga saham (Farida & Fariska, 2023). Penurunan jumlah opini *going concern* di Amerika Serikat, misalnya, menunjukkan bahwa isu ini mendapat perhatian global; data mencatat pada 2023 terdapat sekitar 1.515 perusahaan menerima opini *going concern*, turun 31% dibandingkan 2004 yang mencapai 2.202 perusahaan (NYSSCPA, 2024). Fakta ini memperlihatkan dinamika ketidakpastian usaha yang tetap menjadi sorotan meskipun intensitasnya menurun. Investor internasional menjadikan opini auditor sebagai sinyal yang memengaruhi persepsi risiko investasi dan keberlangsungan perusahaan (Ting dkk., 2008). Oleh karena itu, opini audit tidak hanya berdampak pada entitas yang diaudit, tetapi juga memiliki implikasi luas terhadap efisiensi pasar.

Di era ini, pasar modal dapat diakses oleh perusahaan di satu negara dan dapat melakukan investasi ke negara lain, dan para investor juga dapat mengakses informasi keuangan investasi mereka di perusahaan-perusahaan yang terdaftar di pasar saham di seluruh dunia (Rasyid, 2023). Dalam skala nasional, pasar modal Indonesia terus berkembang dengan partisipasi investor yang semakin besar dari tahun ke tahun (Yudhistira & Dalimunthe, 2025). Emiten tercatat di BEI dengan notasi khusus, khususnya notasi E yang menunjukkan ekuitas negatif, menjadi perhatian utama investor karena mengindikasikan potensi masalah kelangsungan usaha. Data BEI menunjukkan bahwa pada 2021 terdapat sekitar 31 emiten yang memperoleh notasi E, mencerminkan kerentanan sejumlah perusahaan terhadap risiko keuangan. Penelitian Agata & Susilowati (2025) mencatat selama periode 2019–2023 terdapat sekitar 145 observasi terkait emiten yang menerima notasi khusus, termasuk notasi E, sehingga memperlihatkan tren yang

konsisten dalam beberapa tahun terakhir. Beberapa di antara emiten tersebut juga menerima opini *going concern*, sehingga risiko yang dihadapi semakin besar karena dapat berujung pada potensi *delisting*. Fakta ini menunjukkan bahwa sensitivitas investor domestik terhadap informasi publik semakin tinggi seiring dengan pertumbuhan jumlah investor ritel (Yudhistira & Dalimunthe, 2025). Dengan demikian, penelitian mengenai reaksi pasar terhadap penerbitan opini *going concern* pada emiten bernotasi E menjadi semakin relevan dan signifikan dalam konteks nasional.

Dalam konteks regulasi di Indonesia, setiap entitas yang telah berstatus publik memiliki kewajiban untuk menyajikan laporan keuangan tahunan yang terlebih dahulu telah melalui proses audit oleh auditor independen. Ketentuan ini diatur dalam Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (OJK) Nomor 29/POJK.04/2016 tentang Laporan Tahunan Emiten atau Perusahaan Publik, yang mewajibkan setiap emiten untuk menyampaikan laporan keuangan tahunan yang telah diaudit paling lambat pada akhir bulan ketiga setelah tahun buku berakhir. Kewajiban audit tersebut juga diperkuat oleh Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, yang menegaskan bahwa laporan keuangan yang dipublikasikan kepada masyarakat harus disusun sesuai dengan prinsip akuntansi yang berlaku umum dan diaudit oleh akuntan publik terdaftar di OJK. Tujuan utama dari regulasi adalah untuk menjamin transparansi dan akuntabilitas keuangan yang selalu didorong oleh tekanan pemangku kepentingan (Hasanuddin & Dharsana, 2025), sehingga investor dapat mengambil keputusan ekonomi yang rasional berdasarkan informasi yang andal. Oleh karena itu, keandalan suatu informasi keuangan sangat bergantung pada peran auditor independen.

Auditor independen memiliki tanggung jawab profesional untuk menilai apakah perusahaan memiliki kemampuan mempertahankan kelangsungan usahanya (*going concern assumption*). Dalam standar audit yang berlaku di Indonesia, kewajiban ini diatur dalam Standar Audit (SA) 570 tentang Kelangsungan Usaha, yang mengacu pada *International Standard on Auditing* (ISA) 570 (*Revised*). Auditor berkewajiban menilai keberadaan ketidakpastian material yang berpotensi menimbulkan keraguan signifikan atas kemampuan entitas dalam mempertahankan kelangsungan operasinya. Ketika kondisi tersebut teridentifikasi, hal itu harus dinyatakan secara tegas dalam laporan audit, baik melalui penambahan paragraf penekanan maupun dengan pemberian opini *going concern*. Oleh karena itu, opini auditor tidak semata mencerminkan pemenuhan terhadap standar profesional, melainkan juga berperan sebagai instrumen perlindungan bagi investor dan publik dari risiko informasi yang menyesatkan (Ikatan Akuntan Publik Indonesia, 2021). Informasi mengenai opini *going concern* tersebut selanjutnya dapat dimanfaatkan oleh investor dalam pengambilan keputusan investasi dan akan mempengaruhi harga saham yang berujung pada perbedaan signifikansi statistik (positif atau negatif) nilai *abnormal return*.

Opini *going concern* dapat memengaruhi *abnormal return*, yaitu selisih antara *return* aktual dengan *return* yang diharapkan, yang mencerminkan reaksi pasar terhadap informasi baru (Novriansa & Rahmawati, 2019). Dalam aktivitas pasar modal, harga saham merupakan aspek yang sangat penting, yang harus diperhatikan oleh investor dalam melakukan investasi karena harga saham menunjukkan prestasi perusahaan dan pergerakan harga saham sejalan dengan kinerja perusahaan (Firmansyah dkk, 2023). Investor pada umumnya menafsirkan opini *going concern* sebagai sinyal negatif mengenai

prospek kelangsungan usaha, sehingga harga saham berpotensi menurun pasca penerbitan opini tersebut (Indriani & Ratmono, 2015). Hal ini sejalan dengan pandangan bahwa pasar modal bersifat sensitif terhadap informasi buruk, terutama yang terkait dengan risiko kebangkrutan (Coelho, 2008). Studi empiris menunjukkan bahwa opini *going concern* sering kali memicu *abnormal return* negatif karena meningkatnya persepsi risiko gagal bayar dan ketidakpastian usaha (Chen dkk., 2020). Mekanisme pasar yang efisien membuat informasi audit langsung terefleksi dalam harga saham dalam jangka pendek (Gilson & Kraakman, 1983). Dengan demikian, *abnormal return* menjadi variabel penting untuk menganalisis reaksi pasar terhadap opini auditor.

Selain *abnormal return*, reaksi pasar juga tercermin pada *Trading Volume Activity* (TVA) yang menggambarkan dinamika likuiditas saham (Jiang & Kryzanowski, 1997). Penerbitan opini *going concern* sering kali memicu perubahan perilaku investor, misalnya aksi *wait-and-see* atau bahkan akumulasi oleh investor spekulatif (Kausar dkk., 2011). Pergeseran perilaku ini berimplikasi pada perubahan volume transaksi harian, yang kemudian dapat mencerminkan meningkatnya volatilitas pasar. Studi empiris mengonfirmasi bahwa pengumuman public (opini audit) yang buruk mampu meningkatkan variabilitas volume perdagangan (Kim & Verrecchia, 1991), sehingga TVA menjadi indikator yang sangat relevan untuk diteliti. Dalam kasus tertentu, tingginya fluktuasi volume mencerminkan ketidakpastian pasar terhadap nilai fundamental perusahaan (Choi, 2019). Investor cenderung lebih berhati-hati dalam merespons opini auditor karena menyangkut kredibilitas laporan keuangan. Oleh sebab itu, TVA tidak hanya merepresentasikan aktivitas jual beli, tetapi juga persepsi kolektif investor terhadap risiko yang meningkat.

Permasalahan utama pada emiten bernotasi E di BEI adalah keterkaitannya dengan kondisi finansial yang buruk yang ditandai dengan ekuitas negatif. Ekuitas negatif menandakan bahwa total liabilitas perusahaan lebih besar daripada asetnya, sehingga struktur permodalan menjadi tidak sehat (Luo dkk., 2021). Kondisi ini menimbulkan keraguan serius terhadap kemampuan perusahaan mempertahankan keberlangsungan usaha di masa depan. Jika situasi tersebut diperburuk dengan opini *going concern* dari auditor, maka risiko perusahaan untuk mengalami *delisting* semakin tinggi. Data BEI menunjukkan bahwa pada 2021 terdapat 31 emiten yang menerima notasi E, dengan sebagian di antaranya juga tercatat memperoleh opini *going concern*, menandakan potensi risiko ganda yang dihadapi investor. Fakta ini menjadikan *abnormal return* dan TVA sebagai dua variabel utama untuk mengevaluasi dampak nyata penerbitan opini auditor pada pasar modal Indonesia. Oleh karena itu, fokus penelitian pada emiten bernotasi E memberikan konteks yang lebih tajam untuk mengidentifikasi respon pasar.

Penelitian terdahulu menunjukkan bahwa opini audit memiliki pengaruh nyata terhadap reaksi pasar, terutama melalui *abnormal return*. Misalnya, Flees & Mousseli (2022) mengungkapkan bahwa opini audit yang dimodifikasi memberikan dampak signifikan terhadap *abnormal return* perusahaan di pasar negara berkembang. Hasil ini menegaskan bahwa kualitas informasi audit dapat memicu reaksi harga saham karena dianggap sebagai sinyal atas kondisi fundamental perusahaan. Pasar modal di negara berkembang umumnya lebih sensitif terhadap informasi negatif, termasuk opini audit yang menunjukkan adanya keraguan terhadap *going concern* (Lam & Mensah, 2006). Dengan demikian, hasil penelitian tersebut menegaskan bahwa opini audit tidak sekadar bersifat administratif, melainkan memiliki peran dalam

membentuk persepsi investor. Selain itu, abnormal return juga terbukti dapat digunakan sebagai indikator yang relevan dalam mengevaluasi respons pasar terhadap opini auditor. Oleh sebab itu, temuan lintas negara tersebut menjadi landasan teoretis yang relevan bagi pengujian dalam konteks Indonesia.

Di Indonesia, Novriansa & Rahmawati (2019) menguji pengaruh opini audit terhadap harga saham dan menemukan respon negatif yang signifikan terhadap opini *going concern*. Hasil penelitian ini memperkuat bukti empiris bahwa investor domestik sangat memperhatikan opini auditor dalam mengambil keputusan investasi. Kehadiran opini *going concern* dianggap sebagai sinyal adanya ketidakpastian kelangsungan usaha, sehingga berdampak pada penurunan harga saham (Hapsoro, 2017). Hal ini sesuai dengan teori sinyal, di mana informasi yang disampaikan auditor memiliki peran penting dalam membentuk ekspektasi investor (Kueppers & Sullivan, 2010). Fakta bahwa opini audit dapat menurunkan nilai pasar menandakan sensitivitas investor terhadap informasi yang dianggap berisiko tinggi. Dengan demikian, penelitian ini relevan untuk memahami dinamika reaksi pasar di konteks nasional.

Sebagian besar penelitian terdahulu masih menitikberatkan pada *return* saham saja, tanpa memperhatikan dinamika TVA sebagai indikator perilaku perdagangan. Padahal, TVA penting untuk mengukur sejauh mana partisipasi investor dalam merespons informasi baru yang diumumkan ke publik (Bamber dkk., 2011). Dengan hanya melihat *abnormal return*, peneliti berisiko mengabaikan aspek likuiditas pasar yang juga sangat menentukan stabilitas perdagangan (Chordia dkk., 2005). Studi internasional bahkan telah menegaskan pentingnya analisis volume perdagangan sebagai pelengkap pengukuran harga saham dalam *event study* (Bamber dkk., 2011). Di

Indonesia sendiri, penelitian yang menggabungkan *abnormal return* dan TVA dalam konteks opini *going concern* masih relatif terbatas. Kondisi ini menandakan adanya kesenjangan penelitian yang dapat diisi dengan studi lebih komprehensif. Oleh sebab itu, penelitian ini memfokuskan diri pada kedua indikator tersebut untuk memahami secara lebih mendalam reaksi pasar modal Indonesia.

Studi sebelumnya masih terbatas dalam menggabungkan *abnormal return* dan *Trading Volume Activity* (TVA) dalam satu kerangka analisis untuk menilai dampak opini *going concern*. Sebagian besar studi hanya berfokus pada *abnormal return* sebagai indikator tunggal, sehingga belum menangkap dimensi perilaku perdagangan secara menyeluruh. Padahal, reaksi pasar tidak hanya tercermin pada pergerakan harga, tetapi juga dalam intensitas transaksi yang menunjukkan dinamika permintaan dan penawaran saham (Stickel & Verrecchia, 1994). Ketika opini *going concern* diterbitkan, investor dapat menunjukkan perilaku yang berbeda, misalnya menjual saham secara besar-besaran atau justru menunda keputusan transaksi. Perilaku tersebut lebih tepat direpresentasikan melalui TVA, sehingga kombinasi antara *abnormal return* dan TVA akan memberikan gambaran yang lebih komprehensif. Kekosongan inilah yang menjadi peluang untuk memperkaya penelitian dengan mengintegrasikan kedua variabel dalam satu desain penelitian. Dengan begitu, analisis dampak opini auditor dapat mencerminkan kondisi pasar modal secara lebih utuh.

Sebagian besar penelitian terdahulu masih menggunakan data lama, terutama sebelum tahun 2020, sehingga kurang mencerminkan dinamika terbaru pasar modal Indonesia. Pasar modal Indonesia telah mengalami perubahan besar pascapandemi *COVID-19* dengan lonjakan signifikan jumlah

investor ritel. Berdasarkan data dari press release BEI, jumlah investor meningkat dari sekitar 3,8 juta pada 2020 menjadi lebih dari 17 juta pada Juli 2025, yang sebagian besar didominasi oleh generasi muda dan pengguna platform digital. Perubahan komposisi investor ini berimplikasi pada meningkatnya sensitivitas pasar terhadap informasi publik, termasuk opini audit (Bédard dkk., 2019). Dengan basis investor yang semakin bervariasi, reaksi terhadap opini *going concern* berpotensi berbeda dibandingkan periode sebelumnya. Oleh karena itu, penelitian dengan menggunakan data terkini menjadi penting untuk memahami bagaimana dinamika pasar saat ini merespons sinyal negatif dari auditor. Hal ini juga memastikan hasil penelitian lebih relevan dengan kondisi aktual pasar modal Indonesia.

Konteks notasi khusus Bursa Efek Indonesia (BEI), khususnya notasi E yang menandakan ekuitas negatif, masih jarang dijadikan fokus utama dalam penelitian terdahulu. Padahal, emiten bernetasi E berada pada kondisi finansial yang sangat rentan dan sering kali menjadi perhatian investor karena berisiko tinggi terhadap *delisting*. Jika kondisi ekuitas negatif tersebut diperburuk dengan penerbitan opini *going concern*, maka risiko perusahaan semakin besar dan menimbulkan reaksi pasar yang lebih tajam. Dengan demikian, notasi E sebenarnya sangat relevan untuk dianalisis dalam kaitannya dengan opini audit. Sayangnya, mayoritas penelitian sebelumnya hanya berfokus pada sektor tertentu, misalnya manufaktur atau perbankan, tanpa menyoroti emiten dengan notasi khusus. Oleh sebab itu, penelitian ini hadir untuk mengisi celah tersebut dengan menitikberatkan analisis pada perusahaan bernetasi E di BEI. Dengan fokus pada emiten bernetasi E, penelitian ini memberikan kontribusi unik yang belum banyak dieksplorasi dalam literatur akuntansi pasar modal Indonesia.

Penelitian ini secara khusus bertujuan untuk menganalisis perbedaan *abnormal return* dan *Trading Volume Activity* (TVA) sebelum dan sesudah penerbitan opini *going concern* pada emiten berotasi E di Bursa Efek Indonesia (BEI). Analisis dilakukan untuk mengetahui apakah pasar memberikan respon yang signifikan terhadap opini auditor yang menyatakan adanya keraguan terhadap kelangsungan usaha. Dengan menggunakan pendekatan *event study*, penelitian ini akan mengukur secara empiris bagaimana harga saham dan volume perdagangan bereaksi dalam jendela waktu tertentu. Tujuan ini relevan karena emiten berotasi E memiliki risiko keuangan yang lebih besar dibandingkan perusahaan lain, sehingga reaksi pasar terhadap opini *going concern* dapat lebih tajam. Selain itu, penelitian ini juga bertujuan untuk menguji apakah informasi audit benar-benar dimanfaatkan oleh investor dalam pengambilan keputusan investasi. Dengan demikian, penelitian ini diharapkan mampu memberikan gambaran objektif mengenai efektivitas opini auditor dalam memengaruhi perilaku pasar. Hasil pengujian ini akan memperkuat pemahaman tentang peran opini *going concern* dalam konteks pasar modal Indonesia.

Sejumlah penelitian terdahulu, seperti Novriansa & Rahmawati (2019) serta Brunelli dkk. (2024), menunjukkan adanya pengaruh signifikan opini audit terhadap *abnormal return*. Namun, sebagian besar studi masih terbatas pada analisis harga saham saja tanpa mengikutsertakan indikator TVA. Padahal, TVA penting untuk mengukur reaksi partisipasi investor terhadap informasi publik. Selain itu, penelitian di Indonesia umumnya menggunakan data sebelum 2020, sehingga belum sepenuhnya mencerminkan dinamika terbaru pasar modal yang telah berubah signifikan pascapandemi *COVID-19* dengan masuknya investor digital. Lebih jauh lagi, kajian yang secara khusus

menyoroti emiten bernetasi E masih jarang dilakukan, meskipun notasi tersebut sangat relevan dalam konteks *going concern*.

1.2 Rumusan Masalah

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

1. Apakah terdapat perbedaan signifikan *abnormal return* sebelum dan sesudah penerbitan opini *going concern* pada emiten bernetasi E di BEI?
2. Apakah terdapat perbedaan signifikan *Trading Volume Activity* (TVA) sebelum dan sesudah penerbitan opini *going concern* pada emiten bernetasi E di BEI?

1.3 Tujuan Penelitian

Sejalan dengan rumusan masalah yang telah dirumuskan, maka tujuan penelitian ini adalah:

1. Untuk menganalisis perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah penerbitan opini *going concern* pada emiten bernetasi E di Bursa Efek Indonesia.
2. Untuk menganalisis perbedaan *Trading Volume Activity* (TVA) sebelum dan sesudah penerbitan opini *going concern* pada emiten bernetasi E di Bursa Efek Indonesia.

1.4 Kegunaan Penelitian

Dari sisi teoretis, kajian ini berperan dalam memperkaya literatur akuntansi dan keuangan, terutama yang membahas respons pasar modal terhadap opini audit. Sebagian besar penelitian sebelumnya lebih berfokus pada abnormal

return dan belum banyak mengakomodasi dimensi likuiditas perdagangan yang tercermin melalui TVA, sehingga studi ini memperluas ruang lingkup analisis. Penggabungan kedua variabel tersebut menghadirkan kerangka yang lebih menyeluruh dalam menjelaskan bagaimana investor menanggapi sinyal negatif yang disampaikan auditor. Selain itu, konteks penelitian ini juga memberikan ruang untuk menguji kembali teori sinyal dan hipotesis pasar efisien di Indonesia, khususnya pada entitas yang berada dalam tekanan keuangan. Dengan demikian, temuan yang dihasilkan berpotensi memperdalam wacana akademik mengenai hubungan antara informasi audit, persepsi risiko, dan dinamika reaksi pasar. Kontribusi teoretis ini diharapkan dapat menjadi rujukan bagi penelitian selanjutnya dalam mengembangkan model analisis yang lebih komprehensif. Hal tersebut menegaskan bahwa studi ini tidak sekadar mengulang penelitian sebelumnya, tetapi juga menghadirkan pengayaan dalam ranah akademik.

Dari perspektif praktis, hasil penelitian ini memiliki implikasi bagi berbagai pihak yang berkepentingan. Investor dapat memanfaatkan temuan ini sebagai dasar dalam merancang strategi investasi, khususnya untuk mengantisipasi risiko pada perusahaan yang memperoleh opini going concern. Bagi manajemen, hasil penelitian dapat menjadi bahan evaluasi dalam mengelola risiko reputasi akibat penerbitan opini auditor sekaligus meningkatkan transparansi komunikasi kepada pasar. Sementara itu, regulator seperti Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dan Bursa Efek Indonesia (BEI) dapat menggunakan temuan ini untuk menilai kembali efektivitas kebijakan notasi khusus, terutama notasi E, sebagai instrumen perlindungan investor. Pemahaman yang lebih baik mengenai respons pasar memungkinkan regulator merumuskan kebijakan yang lebih tepat dalam menjaga stabilitas

pasar modal. Dengan demikian, manfaat praktis yang dihasilkan menunjukkan bahwa penelitian ini tidak hanya relevan secara akademik, tetapi juga memberikan kontribusi nyata dalam praktik bisnis dan kebijakan regulasi. Secara keseluruhan, studi ini diharapkan mampu menjembatani kepentingan antara kalangan akademisi, praktisi, dan regulator.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Teori Sinyal (*Signaling Theory*)

Teori ini pertama kali dikembangkan oleh Spence (1973) dalam kajian ekonomi informasi, yang menjelaskan bahwa terjadi asimetri informasi akibat kepemilikan informasi yang lebih lengkap oleh suatu pihak sehingga mereka dapat menyampaikan sinyal kepada pihak lain guna mengurangi ketidakpastian dalam proses pengambilan keputusan (Catherine & Tjandrakirana, 2025). Teori sinyal menjelaskan bahwa pihak internal perusahaan, seperti manajemen dan auditor, dapat menyampaikan informasi kepada pihak eksternal melalui sinyal yang terkandung dalam laporan keuangan maupun pengungkapan lainnya. Sinyal ini dapat bersifat positif, misalnya laba yang meningkat, atau negatif seperti opini *going concern* yang mengindikasikan adanya keraguan terhadap kelangsungan usaha. Investor kemudian menggunakan sinyal tersebut untuk menilai prospek masa depan perusahaan dan mengambil keputusan investasi. Menurut Bergh dkk. (2014), sebuah sinyal dianggap efektif jika memenuhi dua syarat, yaitu relevan dengan kondisi perusahaan dan sulit ditiru oleh pihak yang tidak kredibel. Dalam konteks ini, opini auditor dianggap kredibel karena bersumber dari pihak independen yang memiliki keahlian dan otoritas profesional. Oleh karena itu, ketika auditor menerbitkan opini *going concern*, pasar akan menafsirkan sinyal tersebut sebagai peringatan serius terhadap risiko kebangkrutan.

Signaling Theory juga menekankan bahwa tidak semua informasi dipersepsikan sama oleh pasar (Connelly dkk., 2024). Informasi yang dikeluarkan pihak internal tanpa mekanisme verifikasi sering kali dipandang

bias atau tidak sepenuhnya dapat dipercaya. Sebaliknya, opini auditor yang dikeluarkan berdasarkan standar audit internasional lebih dipercaya oleh investor karena melewati proses pengujian independen (Kueppers & Sullivan, 2010). Dengan demikian, opini *going concern* memiliki daya pengaruh yang kuat dibandingkan dengan informasi lain yang bersumber langsung dari manajemen. Hal ini menjadikan teori sinyal relevan sebagai landasan teoretis untuk menjelaskan bagaimana pasar menanggapi opini audit.

2.2 Teori Efisiensi Pasar (*Efficient Market Hypothesis*)

Hipotesis pasar efisien (EMH) menyatakan bahwa harga saham pada dasarnya mencerminkan seluruh informasi yang tersedia di pasar (Beechey dkk., 2000). Ketika informasi baru muncul, misalnya penerbitan opini *going concern*, pasar akan segera menyesuaikan harga saham sesuai dengan informasi tersebut. Konsep ini menegaskan bahwa investor tidak dapat secara konsisten memperoleh keuntungan *abnormal* dengan hanya mengandalkan informasi publik. Fama (1970) membedakan tiga bentuk efisiensi pasar: bentuk lemah (*weak form*), setengah kuat (*semi-strong form*), dan kuat (*strong form*). Dalam bentuk *semi-strong*, pasar diyakini langsung bereaksi terhadap semua informasi publik, termasuk laporan auditor independen.

Dalam konteks penelitian ini, *abnormal return* menjadi instrumen penting untuk menguji sejauh mana pasar bereaksi terhadap opini *going concern*. Jika pasar efisien dalam bentuk *semi-strong*, maka *abnormal return* seharusnya muncul hanya di sekitar periode penerbitan (opini) dan segera menyesuaikan kembali setelah informasi terserap pasar (Bacon & Mackey, 2017). Namun, dalam kenyataannya, efisiensi pasar sering kali dipengaruhi oleh karakteristik investor, tingkat literasi keuangan, serta struktur pasar modal. Pasar Indonesia,

yang banyak didominasi investor ritel dengan latar belakang literasi keuangan yang beragam, memungkinkan terjadinya keterlambatan atau kelebihan reaksi terhadap informasi (Handayati dkk., 2022). Oleh karena itu, EMH tidak hanya memberikan kerangka analisis, tetapi juga memungkinkan pengujian empiris mengenai efisiensi pasar domestik dalam merespons opini auditor.

2.3 Opini *Going concern*

Opini *going concern* merepresentasikan pernyataan auditor yang menunjukkan adanya keraguan signifikan terhadap kemampuan entitas dalam mempertahankan kelangsungan usahanya (Albrecht dkk., 2020). Ketentuan mengenai hal ini diatur secara spesifik dalam standar audit internasional ISA 570, yang di Indonesia dikenal sebagai SA 570, termasuk berbagai kondisi yang dapat mendasari penerbitannya. Indikator yang umum meliputi penurunan kondisi keuangan, kerugian yang berlangsung terus-menerus, posisi ekuitas negatif, serta ketidakmampuan mengkover utang baik jangka pendek maupun jangka panjang. Albrecht dkk. (2020) juga menegaskan bahwa selain sebagai bentuk informasi akuntansi, opini *going concern* juga berfungsi sebagai sistem peringatan dini (*early warning system*) bagi investor dan kreditor.

Penilaian terhadap opini *going concern* dapat ditinjau melalui dua dimensi, yakni bentuk opini auditor dan kondisi keuangan perusahaan (MENON & SCHWARTZ, 1987). Auditor dapat memberikan opini wajar dengan pengecualian, opini wajar dengan paragraf penekanan, opini tidak wajar, atau *disclaimer* yang secara eksplisit mengindikasikan keraguan terhadap *going concern*. Dari sisi keuangan, indikator seperti arus kas operasi negatif, defisit ekuitas, atau gagal memenuhi kewajiban utang menjadi pemicu utama.

Dengan demikian, opini *going concern* memiliki dasar empiris yang kuat sekaligus membawa konsekuensi besar terhadap kepercayaan pasar.

2.4 *Abnormal return*

Abnormal return dipahami sebagai perbedaan antara return aktual saham dan return yang diharapkan dalam suatu periode tertentu. Estimasi return ekspektasian umumnya dilakukan menggunakan *market model* maupun *market-adjusted model*. Dalam kerangka studi peristiwa (*event study*), Brown & Warner (1985) menempatkan abnormal return sebagai indikator utama untuk menangkap respons pasar terhadap suatu informasi. Selain itu, ukuran ini juga berperan dalam mengevaluasi tingkat kredibilitas informasi yang disampaikan perusahaan. Ketika informasi yang dipublikasikan dinilai relevan dan bernilai oleh investor, perubahan harga saham akan terjadi secara signifikan dan tercermin dalam *abnormal return*. Sebaliknya, apabila informasi tidak memberikan nilai tambah atau telah diperkirakan sebelumnya, maka pergerakan *abnormal return* cenderung tidak menunjukkan signifikansi.

Indikator *abnormal return* terdiri atas *return* realisasi saham yang mencerminkan perubahan harga aktual, *expected return* yang didasarkan pada pergerakan indeks pasar, serta selisih keduanya yang menjadi ukuran *abnormal return* (Barber & Lyon, 1997). *Abnormal return* positif menandakan bahwa pasar merespons informasi sebagai kabar baik, sedangkan *abnormal return* negatif menunjukkan respon sebaliknya.

Dalam cakupan yang lebih luas, abnormal return dimanfaatkan untuk menilai efisiensi pasar sekaligus mengukur kecepatan dan ketepatan respons pasar terhadap informasi baru. Konsep ini berlandaskan *Efficient Market Hypothesis* (Fama, 1970), yang menjelaskan bahwa harga saham dalam pasar

yang efisien segera mencerminkan seluruh informasi yang tersedia. Dengan demikian, signifikansi *abnormal return* umumnya hanya muncul dalam jangka waktu singkat setelah terjadinya suatu peristiwa, sebelum pasar melakukan penyesuaian dan kembali menuju kondisi ekuilibrium.

2.5 Trading Volume Activity (TVA)

Trading Volume Activity merupakan perbandingan antara jumlah saham yang ditransaksikan dan total saham yang beredar dalam suatu periode tertentu (Chordia dkk., 2005). Ukuran ini dimanfaatkan untuk mengidentifikasi tingkat intensitas respons investor terhadap informasi yang dipublikasikan. Dibandingkan dengan harga saham, volume perdagangan cenderung lebih responsif karena mencerminkan beragam perilaku dan keputusan investor di pasar.

Dalam penelitian pasar modal, *Trading Volume Activity* (TVA) sering dianggap sebagai indikator perilaku investor yang mencerminkan tingkat likuiditas dan dinamika pasar terhadap suatu peristiwa. Perubahan TVA menunjukkan sejauh mana informasi baru, seperti pengumuman opini *going concern*, memengaruhi keputusan jual beli investor. Ketika informasi dianggap negatif, volume perdagangan dapat meningkat secara tajam akibat terjadinya *panic selling*, sedangkan informasi positif dapat meningkatkan minat beli investor. Menurut Bamber dkk. (2011), volume perdagangan juga mencerminkan perbedaan persepsi atau *disagreement* antar investor terhadap nilai intrinsik saham setelah menerima informasi baru. Oleh karena itu, analisis TVA tidak hanya membantu memahami arah reaksi pasar, tetapi juga intensitas dan partisipasi investor dalam merespons informasi keuangan yang relevan.

Dimensi TVA meliputi total saham beredar, volume perdagangan saham harian, dan rasio keduanya (Chordia dkk., 2005). Jika opini *going concern* diumumkan, investor dapat merespons dengan *panic selling* yang meningkatkan volume perdagangan, atau sebaliknya mengurangi aktivitas transaksi karena menghindari risiko. Dengan demikian, TVA menjadi pelengkap *abnormal return* dalam mengukur reaksi pasar.

2.6 Penelitian Terdahulu

Penelitian terdahulu menjelaskan mengenai hasil penelitian yang diperoleh peneliti terdahulu terkait topik penelitian ini. Analisis empiris memberikan dukungan terhadap penelitian ini karena penelitian serupa telah dilakukan sebelumnya akan membantu memperkuat hasil penelitian ini. Studi sebelumnya yang mendukung penelitian ini turut membahas variabel AR, TVA, dan *going concern opinion*.

Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu

No.	Peneliti / Judul Penelitian	Variabel Penelitian	Hasil Penelitian
1	Sandro Brunelli, Francesco Venuti, Thomas Niederkofler, & Camilla Falivena (2024) <i>Financial distress, auditors' going concern modification (GCM) and investors' reaction in a concentrated ownership environment: new evidence from the Italian stock market</i>	Dependent: <i>Cumulative Abnormal returns (CARs)</i> . Independent: Z-score, ROA, Earnings Surprise, Firm Size (<i>lnTA</i>), Dummy GCM, Dummy BIG4.	Investor bereaksi negatif terhadap opini <i>qualified</i> , tetapi positif terhadap <i>clean opinion</i> . <i>Financial distress</i> dan ukuran perusahaan signifikan; reputasi auditor tidak signifikan.
2	Shimin Chen, Bingbing Hu, Donghui Wu, & Ziyue Zhao (2020) <i>When Auditors Say "No,"</i>	Dependent: <i>CARs, BHAR</i> . Independent: MAO, GCO,	Ditemukan reaksi negatif jangka pendek terhadap MAO, tetapi tidak ada efek jangka panjang. MAO

	<i>Does the Market Listen?</i>	ROA, OCF, Leverage.	memprediksi kinerja buruk di masa depan.
3	Agil Novriansa & Meita Rahmawati (2019) <i>The Effect of Going-Concern Audit Opinion on Market Reaction: Evidence from Indonesia</i> (Opción, Vol. 35 No. 20)	Dependent: <i>Average Abnormal return (AAR)</i> . Independent: Opini <i>Going concern</i>	Terdapat perbedaan signifikan antara AAR sebelum dan sesudah opini <i>going concern</i> . Reaksi pasar negatif menandakan opini audit dianggap <i>bad news</i> .
4	Widya Indriani & Dwi Ratmono (2015) <i>Analisis Reaksi Investor terhadap Penerimaan Laporan Opini Audit Going concern</i> (Diponegoro Journal of Accounting)	Dependent: CAR. Independent: GCAR, <i>Cited Debt, Institutional Ownership, ROE, EBIT</i> .	Opini <i>going concern</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap reaksi investor. Pasar Indonesia belum efisien secara informasi.
5	Nur Devitamala & Apollo (2022) <i>The Effect of Leverage, Profitability and Cash Flow on Going concern Audit Opinion and Its Implications on Market Reaction</i> (Eduvest Journal)	Dependent: <i>Market Reaction</i> . Independent: <i>Leverage (DER), Profitability (ROE), Cash Flow (Debt Coverage)</i> .	Leverage berpengaruh positif signifikan terhadap opini <i>going concern</i> dan reaksi pasar; opini <i>going concern</i> memediasi pengaruh arus kas terhadap reaksi pasar.
6	Marshall A. Geiger & Abdullah Kumas (2018) <i>Anticipation and Reaction to Going concern Modified Audit Opinions by Sophisticated Investors</i> (University of Richmond Working Paper)	Dependent: Aktivitas perdagangan institusional (<i>NET_BUY</i>). Independent: Dummy waktu (bulan -9 s.d. +6), <i>Size, BTM, Earnings Surprise, Z-score, Severity of GCMO</i> .	Investor institusional menjual saham hingga 6 bulan sebelum opini diterbitkan dan 3 bulan setelahnya. Opini auditor dari Big 4 memicu aktivitas jual lebih tinggi karena dianggap lebih kredibel.
7	Jean Bédard, Carl Brousseau, & Ann Vanstraelen (2018) <i>Investor Reaction to Auditors' Going concern Emphasis of Matter</i>	Dependent: CAR, <i>Abnormal Volume (ABVOL)</i> . Independent: GC-FS, <i>EOM</i> ,	EOM meningkatkan kejelasan dan kredibilitas informasi audit. Reaksi negatif lebih kuat setelah reformasi ketika auditor wajib menambahkan EOM.

	<i>Evidence from a Natural Experiment</i>	<i>Severity, ROA, Leverage, BIG4.</i>	
8	Arizona Mustikarini & Muhammad Bima Samudera (2017) <i>Does Modified Audit Opinion Matter to Investors? Evidence from Indonesia</i> (AAFA Conference, Bali)	Dependent: CAR, CAV. Independent: Jenis <i>Modified Audit Opinion</i> , BTM, ROE, EXECUTIVE, REPEAT.	Tidak ada pengaruh signifikan opini audit terhadap <i>abnormal return</i> , namun terdapat pengaruh positif terhadap abnormal trading volume pada periode ± 1 hari penerbitan opini dan pengaruh signifikan negative pada periode ± 3 hingga ± 10 . Hal ini menunjukkan bahwa laporan audit memiliki information content, namun hanya sebagian kecil investor di Indonesia yang bereaksi melalui aktivitas perdagangan.
9	E. C. Ameen & D. M. Guffey (1993) <i>An Investigation of the Effect of Qualified Audit Opinions on the Trading Volume and Bid-Ask Spread of Over-the-Counter Firms</i> (Accounting and Business Research, Vol. 23)	Dependent: <i>Abnormal Volume, Bid-Ask Spread</i> . Independent: Dummy <i>Qualified Opinion</i> , Firm Size, Earnings, Leverage.	Penerbitan QAO menghasilkan penurunan signifikan dalam volume perdagangan pada minggu penerbitan, mendukung hipotesis bahwa opini audit bersyarat menyampaikan informasi baru yang meningkatkan konsensus investor.
10	Lea Myers, Stephanie Shipman, & Quinn Swanquist (2018) <i>Measuring the Market Response to Going concern Modifications: The Importance of Disclosure Timing</i> (Auditing: A Journal of Practice & Theory, Vol. 37 No. 2)	Dependent: CAR & <i>Abnormal Trading Volume</i> . Independent: Timing of Disclosure, Distress Indicators (Z-score, ROA, LOSS), BIG4.	Pasar bereaksi negatif signifikan ketika <i>going concern modification</i> diungkapkan sebelum laporan tahunan dirilis. Sebaliknya, reaksi lebih lemah ketika pengungkapan bertepatan dengan publikasi laporan keuangan karena informasi sudah diprediksi pasar.

2.7 Kerangka Penelitian

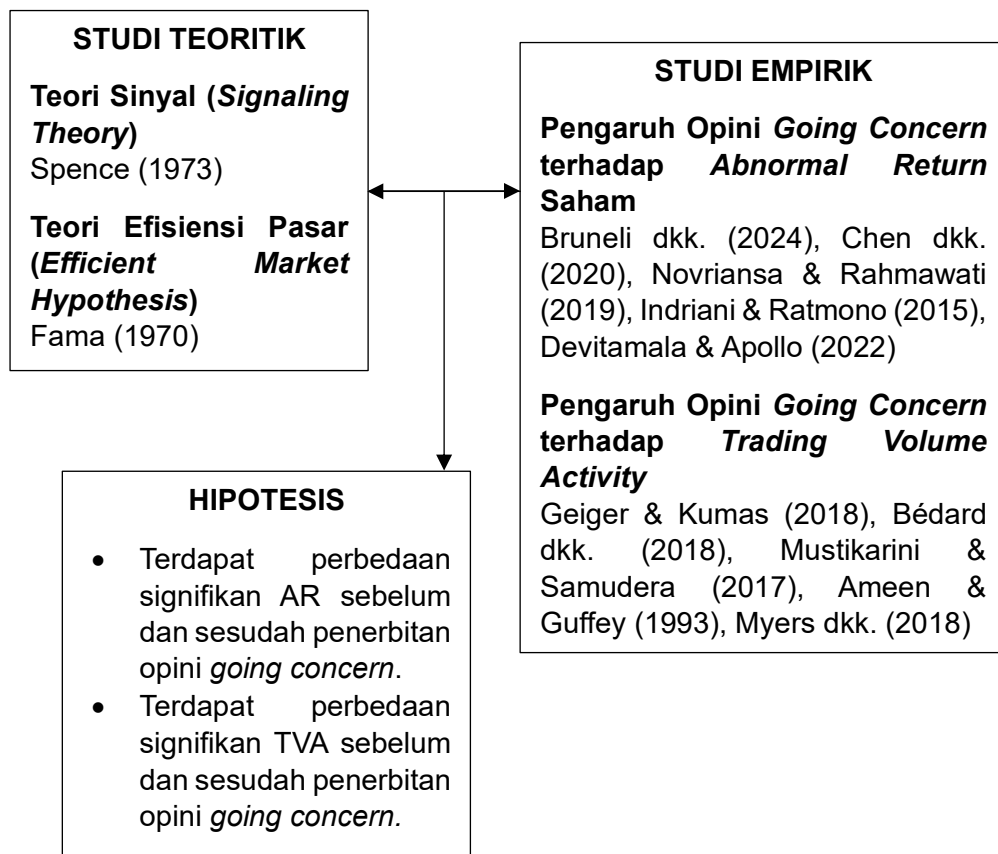
Penelitian ini berangkat dari fenomena adanya opini *going concern* yang dikeluarkan auditor terhadap perusahaan dengan kondisi keuangan

bermasalah, khususnya emiten dengan notasi E di Bursa Efek Indonesia. Opini ini merupakan sinyal penting yang diberikan auditor kepada investor mengenai adanya keraguan signifikan atas kemampuan perusahaan untuk melanjutkan kelangsungan usahanya. Berdasarkan teori sinyal (*Signaling Theory*), opini *going concern* dipandang sebagai sinyal negatif yang menimbulkan persepsi risiko kebangkrutan atau gagal bayar.

Dalam konteks teori efisiensi pasar (*Efficient Market Hypothesis*) bentuk semi-kuat, pasar diyakini merespons cepat setiap informasi publik, termasuk opini auditor. Respon ini tercermin pada perubahan harga saham yang menghasilkan *abnormal return*, yaitu selisih antara *return* aktual dengan *return* yang diharapkan. Jika opini *going concern* dianggap sebagai kabar buruk, maka *abnormal return* di sekitar tanggal penerbitan cenderung negatif.

Selain harga saham, reaksi pasar juga tercermin melalui perilaku investor yang dapat diamati melalui *Trading Volume Activity* (TVA). Berdasarkan *Signaling Theory*, opini *going concern* meningkatkan ketidakpastian dan mendorong perubahan strategi perdagangan. Investor mungkin melakukan *panic selling* yang meningkatkan volume perdagangan, atau sebaliknya, mengurangi aktivitas transaksi akibat sikap *wait-and-see*, sehingga TVA menurun. Oleh karena itu, TVA menjadi indikator penting untuk mengukur respons partisipasi investor terhadap opini *going concern*.

Dengan demikian, penelitian ini mengasumsikan adanya perbedaan signifikan pada *abnormal return* dan TVA sebelum dan sesudah penerbitan opini *going concern*. Kedua variabel ini dipilih karena mampu menangkap reaksi pasar dari dua sisi: dimensi harga saham (melalui *abnormal return*) dan dimensi perilaku perdagangan (melalui TVA).



Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran

2.8 Hipotesis

2.8.1. Pengaruh Opini *Going concern* terhadap *Abnormal return*

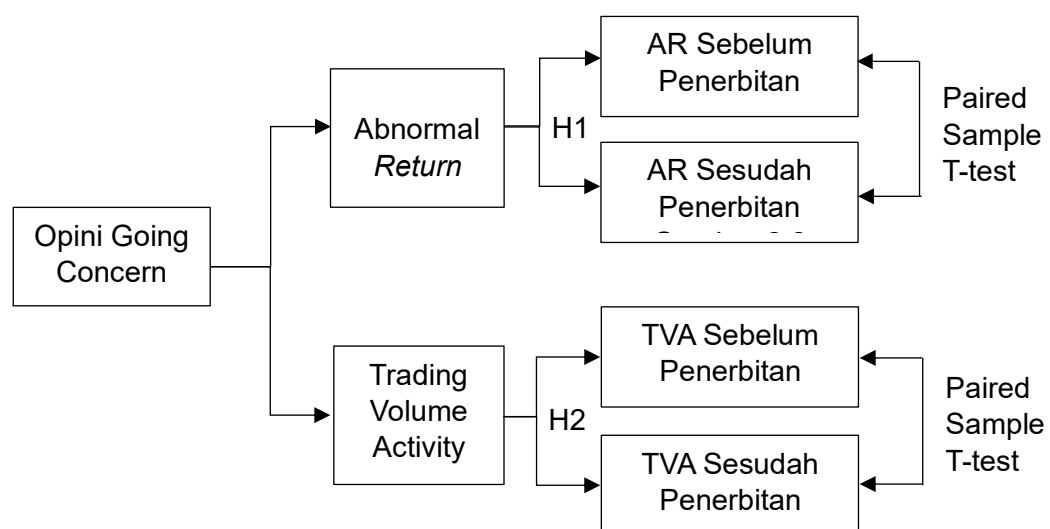
Teori efisiensi pasar menyatakan bahwa informasi publik baru, seperti opini *going concern*, akan segera tercermin pada harga saham. Opini tersebut dipersepsikan sebagai sinyal negatif sehingga diharapkan menimbulkan *abnormal return* yang signifikan di sekitar periode penerbitan. Hasil penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa opini *going concern* memiliki pengaruh negatif *abnormal return* (Bruneli dkk., 2024; Chen dkk., 2020; Novriansa & Rahmawati, 2019; Indriani & Ratmono, 2015; Devitamala & Apollo, 2022). Berdasarkan uraian di atas, maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut.

H1: Terdapat perbedaan signifikan *abnormal return* sebelum dan sesudah penerbitan opini *going concern*.

2.8.2. Pengaruh Opini *Going concern* terhadap *Trading Volume Activity*

Signaling Theory menjelaskan bahwa opini *going concern* dapat meningkatkan ketidakpastian investor, sehingga berdampak pada perubahan perilaku perdagangan. Investor dapat merespons dengan meningkatkan aktivitas jual-beli (*panic selling*) atau justru mengurangi transaksi (*wait-and-see*), yang pada akhirnya memengaruhi TVA. Hasil penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa opini *going concern* memiliki pengaruh negatif *trading volume activity* (Geiger & Kumas, 2018; Bédard dkk., 2018; Mustikarini & Samudera, 2017; Ameen & Guffey, 1993; Myers dkk., 2018). Berdasarkan uraian di atas, maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut.

H2: Terdapat perbedaan signifikan *Trading Volume Activity* (TVA) sebelum dan sesudah penerbitan opini *going concern*.



Gambar 2.4 Kerangka Konseptual