

## Penghindaran Pajak dan Risiko Kejatuhan Harga Saham: Tata Kelola Perusahaan Sebagai Variabel Moderasi

Eunike Apriella Wijono<sup>1</sup>, Yie Ke Feliana<sup>2</sup>

Universitas Surabaya<sup>12</sup>

eunikeapriellaw04@gmail.com<sup>12</sup>

### ABSTRACT

*This study aims to examine the relationship between tax avoidance and the stock price crash risk as well as the moderating effect as a mechanism of good corporate governance. This study uses a sample of listed companies on the IDX for the 2021-2022 by using panel data regression. This research is motivated by the opportunistic behavior of managers in hoarding negative information that accumulates and causes the risk of falling stock prices in the future. The results of this study found that there is a positive relationship between tax avoidance and the risk of stock price crashes when using the TA model and firm size with firm sigma as a dividing variable or firm sigma that is not more than average. The corporate governance mechanism also has an insignificant moderating impact on that relationship. This study presents ideas and contributions to the relationship between tax avoidance and the risk of stock price crashes with the moderating effect of corporate governance in Indonesia*

**Keywords:** tax avoidance, stock price crash risk, and corporate governance.

### ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengeksplorasi hubungan antara penghindaran pajak dan risiko kejatuhan harga saham serta efek moderasi sebagai bentuk mekanisme dari tata kelola perusahaan yang baik. Penelitian ini menggunakan sampel yang terdiri dari perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI pada periode 2021-2022 dengan menggunakan regresi data panel. Penelitian ini dilatarbelakangi oleh perilaku oportunistik manajer dalam menimbun informasi negatif yang terakumulasi dan menyebabkan risiko kejatuhan harga saham di masa depan. Hasil penelitian ini menemukan bahwa terdapat hubungan positif antara penghindaran pajak dan risiko kejatuhan harga saham ketika menggunakan model TA dan *firm size* dengan *firm sigma* sebagai variabel pembagi atau *firm sigma* yang tidak lebih dari rata-rata. Bentuk mekanisme tata kelola perusahaan juga memiliki dampak moderasi yang tidak signifikan terhadap hubungan tersebut. Penelitian ini memberi gagasan dan kontribusi pada hubungan penghindaran pajak dan risiko kejatuhan harga saham dengan efek moderasi tata kelola perusahaan di Indonesia.

**Kata kunci:** penghindaran pajak, risiko kejatuhan harga saham, dan tata kelola perusahaan.

## PENDAHULUAN

*Agency theory* menerangkan adanya benturan kepentingan antara pihak manajemen sebagai *agent* dan pihak pemegang saham sebagai *principal* (Chen et al., 2022). Pada kenyataannya manajer yang ditunjuk oleh pemegang saham untuk menyelenggarakan perusahaan cenderung berhadapan dengan konflik karena dengan wewenang yang diberikan, manajer dapat bertindak demi keuntungan dirinya sendiri dan mengesampingkan pihak pemilik perusahaan dalam hal ini yaitu para pemegang saham (Bauer et al., 2018).

Bentuk aktivitas manajer salah satunya terkait dengan ketidakpatuhan pajak yang menjelaskan tindakan *unfavorable* dan menjadi masalah serius yang dapat merugikan negara (Bilicka et al., 2022). Karena ketidakpatuhan akan perpajakan tersebut menyebabkan berkurangnya penerimaan negara yang tentunya berdampak buruk bagi pembangunan dan kesejahteraan warga negara. *Tax noncompliance* terdapat dua bentuk yaitu penghindaran pajak yang mana wajib pajak tidak dianggap melanggar undang-undang karena tindakannya yang memanfaatkan celah atau kelemahan hukum meskipun terkadang dengan sengaja salah dalam menafsirkan tujuan dari undang-undang itu dibuat (Bello, 2014). Kedua adalah pengelakan pajak, di mana pengertiannya kebalikan dengan penghindaran pajak. Pengelakan pajak adalah tindakan yang berupaya mengurangi pajak yang dibayarkan dengan melanggar undang-undang hukum perpajakan, seperti tidak mengungkapkan penghasilan seluruhnya.

Penghindaran pajak dalam teori tradisional dipandang sebagai aktivitas transfer *wealth* yaitu perpindahan kekayaan dari satu pihak ke pihak lain sehingga salah satu pihak diuntungkan dan pihak lain dirugikan (Desai & Dharmapala, 2009). Dalam hal ini kekayaan dari negara berpindah ke pemegang saham perusahaan, di mana *statement* ini mengabaikan efisiensi dan efektivitas adanya pemisahan manajemen dan pengendalian yang berbeda dengan teori modern yang melakukan pemisahan tanggung jawab *principal* dan *agent* (Crocker & Slemrod, 2005).

Penelitian Desai dan Dharmapala (2009) mengacu pada ide bahwa teori agensi yang dikaitkan dengan penghindaran pajak akan mendorong manajer untuk melakukan tindakan oportunistik, seperti menyalahi pendapatan sehingga investor tidak mengetahui sumber pendapatan tersebut. Penghindaran pajak dalam perspektif teori keagenan diprediksi oleh para akademisi sebelumnya memiliki keterkaitan dengan hasil pasar modal yang ekstrem, untuk itu peneliti termotivasi untuk melakukan penelitian ini. Manajer perusahaan memiliki berbagai insentif seperti kontrak kompensasi, *career concern*, dan *empire buliding* yang mendorong untuk mempercantik kinerja keuangan secara strategis dengan menahan informasi buruk dan mempercepat keluarnya informasi baik serta berharap kinerja operasional yang buruk tertutupi oleh kinerja masa depan yang baik (Desai & Dharmapala, 2009). Jika manajer menahan dan mengumpulkan informasi buruk untuk waktu yang lama, informasi negatif cenderung tertimbun dalam suatu perusahaan dan mengakibatkan

*bubble* karena *overvalued* pada harga saham perusahaan yang signifikan. Setelah jumlah akumulasi informasi buruk mencapai jumlah ambang batas tertentu dan terungkap sekaligus ke pasar saham maka terjadilah kejatuhan harga saham (Hutton, Marcus, and Tehranian 2009). Sejalan dengan *bad news hoarding theory* mengungkapkan aktivitas badan usaha yang menimbun informasi negatif akan berdampak pada risiko kejatuhan harga saham (Jin & Myers., 2006). Hal ini semakin substansial karena merahasiakan informasi negatif perusahaan menghalangi informasi tersebut diketahui para pemegang saham sehingga mereka tidak dapat menghentikan proyek berisiko dan tidak menguntungkan lebih awal alhasil proyek tersebut dapat berlanjut lebih lama dari yang seharusnya, sehingga kinerjanya yang buruk akan terus bertambah seiring berjalannya waktu dan menyebabkan penurunan nilai aset.

Sebagai contoh, Proyek Enron Steele yang memberi peluang bagi manajer untuk meniyasati pendapatan sehingga investor tidak mengetahui sumber pendapatan tersebut (Desai & Dharmapal, 2009). Kondisi ini memperlihatkan bahwa adanya *tax planning* selain bertujuan mengurangi kewajiban perpajakan juga pengaplikasiannya dapat mendorong akal keling manajer dalam mengungkapkan pendapatan dan informasi negatif perusahaan. Tindakan ini tentunya membawa dampak menurunnya kualitas informasi *financial statement* yang berpeluang pada informasi asimetri antara manajer dan *principal*. Selain itu, aktivitas penghindaran pajak yang bertujuan untuk mengurangi beban pajak perusahaan dengan menurunkan laba juga memberi pengaruh buruk terhadap nilai badan usaha di mata investor (Anggoro dan Septiani, 2015).

Berdasarkan argumen dan bukti yang telah disampaikan sebelumnya, dapat disimpulkan bahwa praktik penghindaran pajak mempermudah manajemen untuk menimbun informasi negatif, yang mana situasi ini dapat meningkatkan potensi *crash* dapat dimitigasi dengan tata kelola yang baik (Kim et al., 2011). Penelitian oleh Hanlon & Slemrod (2009) mengenai dampak berita tentang praktik penghindaran pajak yang dilakukan oleh perusahaan terhadap respons pasar, hasilnya menunjukkan bahwa pasar cenderung memberikan reaksi negatif terhadap berita tersebut. Namun, pasar dapat bereaksi lebih positif bagi perusahaan yang menerapkan tata kelola yang baik. Wang (2010) juga menyoroti bahwa semakin transparan tata kelola perusahaan, dampak dari penghindaran pajak terhadap nilai perusahaan menjadi lebih positif. Oleh karena itu, setelah menentukan korelasi penghindaran pajak dan *stock price crash risk*, penelitian ini lebih lanjut menguji apakah hubungan tersebut berubah tergantung dengan tata kelola yang diterapkan oleh perusahaan. Hal ini dikarenakan *good corporate governance* dapat mengurangi kekuatan aktivitas penghindaran pajak dalam memengaruhi risiko kejatuhan harga saham. Oleh sebab itu, untuk lebih mendalami hubungan antara *tax avoidance* dan risiko kejatuhan harga saham, penelitian ini juga meneliti apakah hubungan tersebut berubah sejalan dengan adanya tata kelola perusahaan sebagai variabel moderasi.

Selain itu terdapat pengujian empiris terbaru oleh Thai et al (2023) yang menguji hubungan penghindaran pajak dan kemungkinan kejatuhan harga saham dengan variabel moderasi tata kelola perusahaan yang terdiri dari kepemilikan negara, kepemilikan asing, kepemilikan manajerial, dan anggota dewan direksi/ dewan komisaris perempuan pada perusahaan *go public* di Vietnam. Lebih lanjut hasil penelitian ini menemukan korelasi positif penghindaran pajak dan *crash*. Di mana kepemilikan asing dan anggota dewan direksi/ dewan komisaris perempuan melemahkan, sedangkan kepemilikan manajerial memperkuat pengaruh penghindaran pajak pada risiko kejatuhan harga saham

## TINJAUAN LITERATUR

### Teori Agensi

Penelitian Jensen & Meckling (1976) mendefinisikan *agency relationship* sebagai hubungan di mana satu atau lebih orang (*principal*) yang melibatkan orang lain (*agent*) untuk melaksanakan pekerjaan yang selanjutnya mendelegasikan beberapa wewenang pengambilan keputusan kepada *agent*. *Principal* ialah para pemilik perusahaan yang menyediakan sarana dan sumber daya finansial yang diperlukan untuk menjalankan kegiatan operasional perusahaan. Sedangkan *agent* adalah pihak manajemen yang bertanggungjawab dalam melaksanakan operasional perusahaan dan menjalankan tanggung jawab yang diberikan oleh pemegang saham sesuai dengan tujuan perusahaan serta menyediakan laporan keuangan bagi pemegang saham. Kedua pihak ini memiliki kepentingan yang berbeda karena mereka merupakan pelaksana utama perusahaan dan mempunyai *bargaining power* yang dapat mempengaruhi pihak lain. Jika kedua pihak dalam hubungan tersebut memaksimalkan peran dan tujuan masing-masing dengan baik, maka mereka akan memprioritaskan kepentingan pribadi dan kemudian manajer dapat bertindak tidak selaras dengan kepentingan pemilik, sehingga menimbulkan benturan kepentingan antara manajemen dengan pemilik konflik inilah yang disebut sebagai *agency problem*. Masalah ini juga dipicu oleh proporsi kepemilikan manajer yang cenderung kecil atau bahkan tidak sama sekali hal ini menyebabkan manajer mengutamakan kepentingannya pribadi dan tidak berupaya untuk meningkatkan nilai perusahaan (Jensen & Meckling, 1976).

### Penghindaran Pajak

Pajak menurut undang-undang ketentuan umum dan cara perpajakan mengemukakan bahwa pajak adalah iuran yang bersifat wajib dan memaksa rakyat untuk membayar kepada negara. Meskipun karakter pajak wajib dan memaksa tidak banyak yang bersedia secara sukarela melaksanakan kewajiban perpajakan. Dalam konteks ini, sering kali muncul orang-orang yang pandai untuk memanfaatkan celah-celah dalam undang-undang perpajakan yang mengundang praktik penghindaran pajak yang dilakukan oleh wajib pajak. Praktik ini sebenarnya tidak melanggar

ketentuan hukum yang ada (*the letter of law*), namun tidak mendukung tujuan utama undang-undang perpajakan tersebut.

Pengelolaan pajak sering kali menjadi fokus perusahaan yang ingin mengurangi kewajibannya, hal inilah yang dapat memicu dorongan untuk terlibat dalam aktivitas penghindaran pajak. Adanya keinginan untuk mengurangi beban pajak mendorong manajer untuk mencari strategi pengelolaan pajak yang dapat mengoptimalkan posisi keuangan perusahaan. Namun, dalam upaya untuk menghindari pajak tersebut, terkadang terjadi kecenderungan untuk merahasiakan informasi-informasi buruk yang mungkin terkait dengan aktivitas penghindaran pajak tersebut. Menurut Hanlon & Heitzman (2010) penghindaran pajak merupakan pengurangan pajak eksplisit yang merefleksikan pada semua transaksi yang berdampak pada kewajiban pajak eksplisit perusahaan. Penghindaran pajak yang efisien dapat membantu mengurangi beban pajak dan meningkatkan laba bersih yang tersedia untuk kemudian didistribusikan kepada pemegang saham. Dari pernyataan sebelumnya bahwa dengan adanya praktik penghindaran pajak, pemegang saham dapat memaksimalkan nilai investasi dan memperoleh hasil yang optimal dari investasi tersebut. Sehingga keinginan pemegang saham untuk melihat perusahaan mencapai kinerja keuangan yang baik dan meningkatkan laba dapat terlaksana.

Penghindaran pajak menurut Desai & Dharmapala (2009) menunjukkan bentuk penghindaran pajak dapat timbul dari adanya konflik keagenan (*agency problem*) antara pemegang saham dan manajer. Dalam konteks ini, menyatakan pandangan bahwa praktik *tax avoidance* juga merefleksikan bentuk lain dari masalah agensi, yaitu kesempatan manajerial dan pengalihan sumber daya. Manajer dapat memanfaatkan pengetahuan dan kekuasaan mereka untuk mengalihkan sumber daya dengan tujuan menghindari kewajiban pajak perusahaan atau memperoleh keuntungan pribadi yang tidak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Dalam penelitian ini akan lebih spesifik membahas penghindaran pajak yang dijelaskan dengan *agency theory*, di mana kontradiksi yang terjadi yaitu pihak manajer (*agent*) memikirkan kepentingan dan keuntungan pribadi jangka pendek, sedangkan *principal* memikirkan kondisi jangka panjang yang bisa mengakibatkan reputasi perusahaan menjadi buruk sebagai akibat dari tindakan manajer.

### **Informasi Asimetri**

Asimetri informasi dalam perusahaan ialah ketika manajer memiliki informasi superior daripada pemilik, hal ini dikarenakan informasi yang dimiliki manajer tidak seluruhnya diberikan kepada pemilik (Panda & Leepsa, 2017). Sehingga terdapat perbedaan informasi, di mana pihak manajer memiliki lebih banyak informasi dibandingkan dengan pihak pemilik. Keterbukaan informasi dan mekanisme tata kelola yang baik diperlukan agar dapat mengurangi adanya asimetri informasi. Asimetri informasi akan memperjelas bagaimana perbedaan informasi dapat mendorong manajer untuk melakukan praktik penghindaran pajak (Shams et

al., 2022). Oleh karena itu mengurangi asimetri informasi dapat melemahkan hubungan penghindaran pajak dan risiko kejatuhan harga saham.

### **Stock Price Crash Risk**

Harga saham merupakan harga yang ditetapkan oleh para pelaku pasar melalui jual beli saham di pasar atau berdasarkan permintaan dan penawaran saham (Jogiyanto, 2017). Menurut Brigham (2019), harga saham adalah penentu kekayaan dari pemegang saham. Semakin besar kekayaan pemegang saham semakin tinggi pula harga saham maka nilai perusahaan juga semakin meningkat diikuti dengan peningkatan kesejahteraan para pemilik.

Menurut Lam Dang et al. (2018), risiko jatuhnya harga saham mengacu pada kemungkinan terjadinya penurunan nilai saham perusahaan yang terjadi secara tiba-tiba dalam waktu singkat dan nilainya signifikan. Manajer memiliki motivasi untuk tidak transparan dalam pengungkapan informasi kepada publik demi kepentingan pribadinya seperti reputasi, kekayaan, karir, dan promosi. Ketika informasi negatif yang disembunyikan terus menumpuk hingga mencapai batas tertentu yang kemudian terkuak secara intensif, maka harapan investor akan terpengaruh secara signifikan. Hal ini penyebab risiko jatuhnya harga saham.

### **Pengembangan Hipotesis**

Penelitian penghindaran pajak dan risiko jatuhnya harga saham ini dijelaskan menggunakan sudut pandang *agency theory*. Motivasi kontrak kompensasi, karir, dan *empire building* mendorong manajer untuk bertindak menyembunyikan hasil operasional yang merugikan dan memperbesar kinerja keuangan perusahaan (Kothari et al., 2009). Ketika manajer perusahaan menahan dan menyembunyikan informasi buruk dalam kurun waktu yang lama, harga saham perusahaan dalam jangka pendek akan terlampaui tinggi. Hal ini mengakibatkan perusahaan menyimpan proyek yang tidak menguntungkan untuk jangka waktu yang panjang, sehingga terjadi akumulasi kinerja buruk seiring dengan berjalannya waktu, dan akhirnya saat mencapai titik tertentu terjadilah kejatuhan harga saham. Ketidaktransparan informasi yang tinggi juga meningkatkan risiko jatuhnya harga saham di masa mendatang, karena celah tersebut memberikan kesempatan bagi manajer untuk menyembunyikan dan menimbun berita buruk (Hutton et al., 2009). Serta aktivitas penghindaran pajak dapat memotivasi manajer untuk terlibat dalam kegiatan yang bertujuan untuk menyembunyikan berita buruk dan menyesatkan investor (Desai & Dharmapala, 2006).

#### **H1: Penghindaran Pajak Berhubungan Positif dengan Kejatuhan Harga Saham**

Perusahaan yang mendapatkan dukungan keuangan dari pemerintah cenderung patuh terhadap kebijakan pajak. Perusahaan milik negara juga tentu saja mengadopsi praktik konservatisme akuntansi yang lebih tinggi daripada perusahaan swasta, sehingga berdampak pada praktik penghindaran pajak lebih rendah. Di sisi

lain perusahaan milik negara yang memiliki asimetri informasi tinggi dapat membuat dampak penghindaran pajak dan risiko jatuhnya harga saham menjadi lebih serius. Namun Thai (2023) menyatakan bahwa ketika pemerintah berperan sebagai investor utama dalam perusahaan, karena prioritasnya adalah mengurangi risiko dan tidak melakukan praktik penghindaran pajak daripada menghadapi tantangan asimetri informasi yang tinggi.

**H2a: Hubungan Penghindaran Pajak dan Risiko Kejatuhan Harga Saham Melemah Ketika Perusahaan Memiliki Persentase Kepemilikan Negara Tinggi**

Literatur menurut Han et al. (2022), dalam penelitiannya menemukan bahwa investor asing memainkan peran penting dalam mencegah perilaku oportunistik manajer di pasar negara berkembang. Di mana penurunan asimetri informasi dapat meminimalkan dampak penghindaran pajak pada risiko jatuhnya harga saham. Dalam penelitian Thai (2023) mengemukakan apabila perusahaan dengan persentase tingkat kepemilikan asing yang tinggi maka hubungan penghindaran pajak dan risiko jatuhnya harga saham semakin melemah.

**H2b: Hubungan Penghindaran Pajak dan Risiko Kejatuhan Harga Saham Melemah Ketika Perusahaan Memiliki Persentase Kepemilikan Asing Tinggi**

Dalam penelitian yang dilakukan oleh Shams et al. (2022), menemukan bahwa manajer memiliki motivasi penghindaran pajak untuk kepentingan pribadi mereka. Masalah keagenan dalam perusahaan timbul ketika terdapat pemisahan antara kepemilikan dan kontrol, yang dapat mengakibatkan tindakan penghindaran pajak (Badertscher et al.,2013). Namun penelitian Faysal et al. (2020) menemukan bahwa ketika manajer memiliki kepemilikan perusahaan, maka konflik keagenan dapat berkurang. Manajer yang juga menjadi pemegang saham akan lebih berhati-hati dan memperhatikan dampak penghindaran pajak terhadap risiko jatuhnya harga saham, karena manajer memiliki peran ganda. Hal ini tentu akan mengurangi pengaruh penghindaran pajak terhadap risiko jatuhnya harga saham.

**H2c: Hubungan Penghindaran Pajak dan Risiko Kejatuhan Harga Saham Melemah Ketika Memiliki Persentase Kepemilikan Manajer Tinggi**

Penelitian dalam bidang psikologi dan ekonomi telah menemukan bahwa wanita cenderung memiliki tingkat penolakan risiko yang lebih tinggi daripada pria (Byrnes et al., 1999). Oleh karena itu, berdasarkan penelitian Faccio et al.(2016), menunjukkan bahwa wanita lebih enggan terlibat dalam aktivitas penghindaran pajak yang membawa pada risiko jatuhnya harga saham. Adanya karakteristik budaya juga dapat mempengaruhi perbedaan gender dalam karir.

**H3: Hubungan Penghindaran Pajak dan Risiko Kejatuhan Harga Saham Melemah Ketika Tingkat Keragaman Gender yang Tinggi Pada Anggota Dewan Direksi atau Dewan Komisaris Wanita**

## METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan di seluruh sektor yang memenuhi kriteria pengambilan sampel kecuali perusahaan sektor keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2021-2022. Kriteria pengambilan sampel lainnya adalah data harus tersedia selama periode penelitian. Berdasarkan kriteria tersebut didapatkan sampel sebanyak 708 perusahaan.

### Variabel Dependen

Variabel dependen merupakan variabel yang dipengaruhi oleh variabel independen. Penelitian ini menggunakan *stock price crash risk* sebagai variabel dependen. *Stock price crash risk* diukur menggunakan acuan penelitian oleh Kim *et al* (2011), langkah pertama yang harus dilakukan adalah mencari *return* saham perusahaan dan *return* pasar setiap minggu selama tahun fiskal sebagai berikut:

$$r_{j,t} = \frac{r_{j,t} - r_{j,t-1}}{r_{j,t-1}}$$

di mana  $r_{j,t}$  adalah *return* saham yang telah disesuaikan pada minggu  $t$ .

$$r_{m,t} = \frac{r_{m,t} - r_{m,t-1}}{r_{m,t-1}}$$

di mana  $r_{m,t}$  adalah *return* pasar IHSG yang telah disesuaikan pada minggu  $t$ .

Kedua menetapkan *lagged variable* periode 12 bulan yang berakhir 3 bulan setelah berakhirnya tahun fiskal perusahaan untuk pengembalian saham perusahaan dan pasar. Kemudian setelah diperoleh periode *lead* dan *lag* pada pengembalian indeks saham, selanjutnya mencari *residual return* dengan meregresikan persamaan berikut ini:

$$r_{j,t} = \alpha_j + \beta_{1j}r_{m,t-2} + \beta_{2j}r_{m,t-1} + \beta_{3j}r_{m,t} + \beta_{4j}r_{m,t+1} + \beta_{5j}r_{m,t+2} + \varepsilon_{j,t}$$

Kemudian setelah diperoleh *residual return* indeks saham perusahaan langkah ketiga menghitung *firm specific weekly return* yang diukur dengan log natural dari satu ditambah *residual return* atau dijabarkan dalam persamaan berikut ini:

$$W_{j,t} = \ln(1 + \varepsilon_{j,t})$$

Langkah keempat adalah mencari rata-rata dan standar deviasi dari keseluruhan nilai  $W_{j,\tau}$  yang diperoleh pada masing-masing perusahaan. Setelah itu ditentukan *threshold* dengan rumus berikut ini:

$$\text{Threshold} = \text{Mean} - 3,2 \text{ standar deviation}$$

Semua data yang berada di bawah *range* tersebut dinyatakan sebagai *outliers*. Minggu terjadinya *crash* pada harga saham didefinisikan sebagai minggu-minggu di mana perusahaan mengalami pengembalian mingguan yang berada di luar nilai

*threshold* tersebut, di mana angka 3,2 digunakan untuk menghasilkan frekuensi 0,1% pada distribusi normal (Kim et al., 2011). Pengukuran kemungkinan *crash* untuk setiap perusahaan pada setiap tahun, didenotasikan dengan *crash* yang merupakan variabel *dummy* yang sama dengan satu untuk tahun perusahaan yang mengalami satu atau lebih minggu *crash* dalam satu tahun, dan nol bila sebaliknya.

Kemudian peneliti juga menggunakan fungsi *skewness* dalam Microsoft Excel untuk melihat distribusi data cenderung ke arah kiri atau kanan. Apabila ke arah kiri, maka kondisi tersebut mengindikasikan kemiringan negatif dari pengembalian mingguan khusus perusahaan selama tahun fiskal dan sebaliknya. Distribusi data yang negatif ini mengindikasikan bahwa potensi penurunan harga saham lebih besar daripada potensi kenaikan.

### Variabel independen

Variabel independen adalah variabel bebas yang dapat menjelaskan dan mempengaruhi variabel lain. Penelitian ini menggunakan *tax avoidance* sebagai variabel independen. Penghindaran pajak diproksikan dengan menggunakan *cash effective tax rate*. Pengukuran penghindaran pajak diperoleh melalui rumus berikut:

$$CASHETR_{it} = \frac{Cash\ tax\ paid_{it}}{Pretax\ accounting\ income_{it}}$$

### Variabel Moderasi

Variabel moderasi merupakan variabel yang memiliki efek kontingen yang kuat pada hubungan variabel independen-dependen sehingga kehadirannya sebagai variabel ketiga dapat mengubah variabel hubungan asli antara variabel independen dan dependen. Penelitian ini menggunakan *Good Corporate Governance* (GCG) sebagai variabel moderasi. GCG diproyeksikan menggunakan kepemilikan negara, kepemilikan asing, kepemilikan manajer, dan peran anggota dewan direksi atau dewan komisaris wanita. Pengukuran kepemilikan negara, kepemilikan asing, dan kepemilikan manajer didapat dari persentase kepemilikan saham dalam perusahaan. Sedangkan peran anggota dewan direksi atau dewan komisaris wanita bernilai 1 jika terdapat anggota dewan direksi atau dewan komisaris wanita dan 0 jika sebaliknya.

### Variabel Control

Variabel kontrol yang digunakan pada penelitian ini mengacu pada penelitian yang dilakukan oleh Thai (2023) yaitu ukuran perusahaan (*Size*) adalah hasil dari Log natural dari total aset. *Leverage* (*Lev*) merupakan hasil dari total hutang dibagi dengan total aset. *Sigma* adalah standar deviasi dari pengembalian mingguan selama satu tahun fiskal.

### Model Penelitian

Penelitian ini menggunakan analisis regresi data panel terhadap model regresi yang telah ditentukan oleh peneliti untuk mengetahui nilai konstanta dan

koefisien dari variabel-variabel yang digunakan sehingga akan memperoleh jawaban atas hipotesis dan analisis yang diteliti. Adapun model regresi yang digunakan pada penelitian ini, sebagai berikut:

$$SKEWNESS_{i,t} / CRASH_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 TAX_{i,t-1} + \alpha_2 GOV_{i,t-1} + \alpha_3 TAX_{i,t-1} \times GOV_{i,t-1} + \sum_{q=2}^m \alpha_q (Controls_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t}$$

*CRASH* adalah *dummy variable*, diberi nilai 1 jika saham perusahaan mengalami kejatuhan (*crash*) pada tahun *t*, dan sebaliknya diberi nilai 0 jika saham tidak mengalami kejatuhan. *SKEWNESS* adalah variabel dependen untuk melihat kemiringan distribusi data, arah distribusi ke kiri menunjukkan nilai negatif yang mengindikasikan bahwa potensi penurunan harga saham yang lebih besar daripada potensi kenaikan. *CASH ETR* adalah proksi mengukur aktivitas penghindaran pajak pada tahun *t-1*. *GOV* adalah variabel moderasi, yang terdiri dari kepemilikan negara, kepemilikan asing, kepemilikan manajerial, dan peran anggota dewan direksi atau dewan komisaris wanita. *CONTROLS* adalah variabel kontrol, yang terdiri dari *sigma*, *size*, dan *leverage* pada tahun *t-1*.

## HASIL DAN PEMBAHASAN

### Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif menjelaskan mengenai karakteristik dari sampel penelitian yang mewakili untuk setiap populasinya. Berdasarkan tabel 1 dapat dilihat bahwa terdapat 340 data jumlah observasi pada penelitian ini. Variabel *Taxavoidance* adalah variabel independen untuk mengukur aktivitas penghindaran pajak yang dilakukan oleh perusahaan. Variabel ini memiliki nilai rata-rata 0.44085 dengan nilai minimum *tax avoidance* adalah 0.000002 yang merupakan nilai PT Roda Vivatex Tbk (RDTX) pada tahun 2022, hal ini mengindikasikan kemungkinan besar perusahaan melakukan penghindaran pajak. Sebaliknya nilai maksimum dimiliki oleh Megapower Makmur Tbk. (MPOW) pada tahun 2021. Hal ini disebabkan pada tahun 2020 Megapower Makmur Tbk. memiliki *cash paid for tax* sebesar Rp 1,422,298,000 dan *pretax income* sebesar Rp 277,276,000 sehingga menghasilkan nilai CETR sebesar 5.20 yang menunjukkan kemungkinan kecil perusahaan melakukan penghindaran pajak.

Pada SKEW atau kemiringan dari pengembalian saham mingguan memiliki nilai minimum -4.64 merupakan nilai Karya Bersama Anugerah Tbk. tahun 2022 yang menunjukkan kemungkinan risiko penurunan pengembalian harga saham yang lebih besar dalam suatu perusahaan. Nilai maksimum SKEW sebesar 3.91 merupakan nilai Prodia Widyahusada Tbk. tahun 2021 yang menunjukkan kemungkinan risiko penurunan pengembalian harga saham yang rendah. Nilai rata-rata sebesar 0.51 yang menunjukkan bahwa sampel penelitian ini tidak terlalu rentan terhadap *crash*.

Pada STATE atau Kepemilikan Negara dengan nilai minimum 0 yang menunjukkan terdapat 311 perusahaan dari keseluruhan sampel observasi yang tidak memiliki persentase kepemilikan oleh pemerintah. Nilai maksimum 0.9003 oleh Kimia Farma Tbk. tahun 2022 yang menunjukkan besaran maksimum kepemilikan pemerintah dalam perusahaan. Nilai *mean* kepemilikan negara sebesar 0.039 yang berarti kepemilikan saham oleh pemerintah dalam suatu perusahaan tidak banyak.

Pada FOREIGN atau Kepemilikan Asing dengan nilai minimum 0 sebanyak 24 perusahaan dan nilai maksimum 0.99 oleh Multifiling Mitra Indonesia Tbk. tahun 2022 yang menunjukkan besaran minimum dan maksimum kepemilikan saham oleh pihak asing dalam suatu perusahaan yang menjadi sampel observasi. Rata-rata kepemilikan asing sebesar 0.217.

Pada MANAGER atau kepemilikan manajerial, menunjukkan nilai minimum 0 yakni sebanyak 125 perusahaan dan nilai maksimum 0.87 oleh Gunawan Dianjaya Steel Tbk. tahun 2022 yang menunjukkan besaran minimum dan maksimum kepemilikan oleh pihak manajer dalam suatu perusahaan yang menjadi sampel observasi. Nilai *mean* 0.0667 dan standar deviasi 0.151 menunjukkan bahwa sebaran data pada kepemilikan manajerial memiliki variabilitas rendah.

Rata-rata variabel *size* sebesar 28.86 dengan nilai minimum 24.51 yang merupakan nilai dari PT Inter Delta Tbk (INTD) pada tahun 2022. Sedangkan nilai maksimum 33.54 yang merupakan nilai dari PT Astra International Tbk (ASII) pada tahun 2022. Rata-rata variabel *leverage* sebesar 0.3996 dengan nilai terendah 0.0041 yang merupakan nilai PT Buana Artha Anugerah Tbk (STAR) pada tahun 2022. Sedangkan nilai tertinggi 1.40 yang merupakan nilai dari Waskita Beton Precast Tbk (WSBP), nilai rasio *leverage* yang tinggi disebabkan oleh jumlah liabilitas perusahaan tahun 2022 yang relatif tinggi dibandingkan dengan total aset yang dimilikinya.

**Tabel 1. Statistik Deskriptif**

	Obs	Mean	Std. Dev.	Minimum	Maximum
SKEW	340	0.51028	1.03153	-4.638276	3.91012
TAXAVO	340	0.36746	0.61013	0.000002	5.2017
STATE	340	0.03853	0.14949	0	0.90025
FOREIGN	340	0.21734	0.27401	0	0.9949
MANAGER	340	0.0667	0.15086	0	0.8695
SIGMA	340	0.06158	0.0357	0	0.23581
SIZE	340	28.8618	1.72648	24.5117	33.5372
LEVERAGE	340	0.39959	0.20915	0.0041	1.40373

**Tabel 2. Dummy Crash Variable**

Variabel	1 (Mengalami Crash)		0 (Tidak mengalami Crash)	
Crash	43	12.65%	297	87.35%

Sumber: Data diolah

Berdasarkan tabel 2 menunjukkan dari 340 sampel perusahaan terdapat 12.65% atau sebanyak 43 badan usaha yang mengalami kejatuhan harga saham, sisanya sebesar 87.35% atau 297 perusahaan yang tidak mengalami *crash*. Sehingga dapat disimpulkan bahwa sebagian besar perusahaan dalam objek penelitian ini tidak mengalami kejatuhan harga saham.

**Tabel 3. Dummy Female Variable**

Variabel	1 (Gender Wanita)		0 (Bukan gender Wanita)	
FEM	200	58.82%	140	41.18%

Sumber: Data diolah

Berdasarkan tabel 3 dari 340 sampel perusahaan 58.82% atau sebanyak 200 badan usaha yang memiliki dewan direksi atau ketua dengan jenis kelamin perempuan, sisanya sebesar 41.18% atau 140 perusahaan tidak memiliki ketua dewan direksi atau ketua komite audit. Sehingga dapat disimpulkan bahwa sebagian besar perusahaan dalam objek penelitian ini memiliki peran dewan direksi atau ketua perempuan.

## **Pembahasan Hasil Penelitian**

### **Pengaruh Penghindaran Pajak dengan Risiko Kejatuhan Harga Saham**

Berdasarkan hasil regresi logistik di atas dapat dilihat bahwa penghindaran pajak tidak berpengaruh signifikan terhadap *crash*. Sedangkan untuk hasil uji regresi linear, peneliti melakukan uji coba beberapa model untuk memastikan bahwa hasilnya signifikan dan model fit. Hal ini dilakukan karena penggunaan model *full* sesuai yang terdapat pada *research design* model *skewness* menghasilkan uji F yang tidak signifikan. Setelah melakukan serangkaian uji coba, peneliti akhirnya menemukan probabilitas uji F yang signifikan sehingga model fit dengan model berupa variabel dependen *skewness* dengan variabel independen TA dan *firm size* dengan *firm sigma* kurang dari atau sama dengan nilai rata-ratanya.

### **Kepemilikan Negara Melemahkan Pengaruh Penghindaran Pajak dan Risiko Kejatuhan Harga Saham**

Variabel moderasi kepemilikan negara saat ditambahkan pada model regresi menunjukkan hasil yang tidak berpengaruh signifikan terhadap hubungan penghindaran pajak dan risiko *crash*. Untuk itu, H2a ditolak dan dapat diartikan bahwa besar kecilnya kepemilikan negara pada suatu perusahaan tidak memiliki pengaruh dengan aktivitas penghindaran pajak. Oleh karena itu dapat disimpulkan

bahwa semakin besar kepemilikan negara atas perusahaan tidak menjamin fungsi pemantauan perusahaan berjalan dengan baik. Hasil ini berbeda dengan penelitian Vu dan Ly (2018) di Vietnam yang menyatakan bahwa adanya dukungan pemerintah secara signifikan berpengaruh terhadap pembayaran pajak. Sebaliknya kemungkinan di Indonesia kehadiran investor dari pemerintah tidak memberikan dukungan dan tidak memberikan efek pengawasan sekuat di Vietnam, hal ini didukung dengan penelitian oleh Ayu, Tyas, dan Yulisansyah (2020), Penelitian menunjukkan bahwa meskipun pemerintah memiliki kepemilikan saham, faktor ini tidak selalu menjadi penanda yang kuat untuk mengurangi risiko jatuhnya harga saham akibat praktik penghindaran pajak. Beberapa perusahaan yang dimiliki oleh pemerintah mungkin masih terlibat dalam strategi penghindaran pajak yang kompleks, yang dapat memberikan tekanan tambahan pada nilai saham.

Hasil ini menunjukkan bahwa terdapat hubungan positif antara penghindaran pajak dan risiko *crash* saham. Sejalan dengan penelitian Thai *et al* (2023) bahwa dalam perspektif teori agensi menjelaskan penghindaran pajak dan risiko *crash* saham berhubungan positif, di mana manajemen dapat mengejar tujuan pribadi yang tidak selalu sejalan dengan kepentingan pemilik. Penghindaran pajak dapat menjadi strategi yang dilakukan oleh manajemen untuk meningkatkan profitabilitas perusahaan, yang juga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Namun, praktik penghindaran pajak seringkali melibatkan struktur keuangan yang kompleks dan meningkatkan kompleksitas perusahaan. Kompleksitas inilah sejalan dengan tindakan agen yang cenderung meningkatkan opsi manajemen dan dapat menciptakan ketidakpastian dan risiko operasional yang berkontribusi terhadap risiko kejatuhan harga saham. Hubungan ini diperjelas ketika skala bisnis perusahaan semakin besar maka akan memiliki manajer senior yang cenderung untuk menghindari risiko (Ni et al., 2012).

### **Kepemilikan Asing Melemahkan Pengaruh Penghindaran Pajak dengan Risiko Jatuhnya Harga Saham**

Penelitian selanjutnya melihat pengaruh variabel moderasi kepemilikan asing terhadap hubungan penghindaran pajak dan *crash*. Pada tabel 3 menunjukkan nilai signifikansi TAX\*FOREIGN sebesar  $0.348 > 0.05$ , artinya tidak berpengaruh signifikan dan hasil yang sama juga pada regresi logistik. Dengan demikian besar kecilnya kepemilikan asing pada suatu perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap aktivitas penghindaran pajak dan tidak menjamin mekanisme pengawasan berjalan optimal jika kepemilikan asing dalam suatu perusahaan tinggi. Hasil yang tidak signifikan pada variabel moderasi kepemilikan asing juga berbeda dengan hasil penelitian Vo (2020) yang menyatakan bahwa kepemilikan asing berpengaruh signifikan terhadap *crash* di negara Vietnam.

Kepemilikan asing dapat memberikan dinamika yang berbeda dalam struktur perusahaan, terdapat temuan bahwa kehadiran kepemilikan asing tidak selalu secara signifikan melemahkan pengaruh praktik penghindaran pajak terhadap risiko

penurunan harga saham. Penelitian Hidayat dan Mulda (2019) menunjukkan bahwa meskipun perusahaan dengan kepemilikan asing mungkin memiliki perspektif yang berbeda terkait kebijakan pajak, dampaknya terhadap mitigasi risiko harga saham tidak selalu konsisten. Beberapa perusahaan asing mungkin masih melibatkan diri dalam strategi penghindaran pajak yang kompleks, yang dapat menciptakan ketidakpastian dan potensi tekanan pada nilai saham. Oleh karena itu, kepemilikan asing dapat membawa variasi dalam pendekatan terhadap manajemen pajak yang berdampak terhadap risiko harga saham perusahaan.

### **Kepemilikan Manajerial Melemahkan Pengaruh Penghindaran Pajak dengan Risiko Jatuhnya Harga Saham**

Variabel moderasi *managerial ownership* menunjukkan hasil pada tabel 3 memiliki nilai signifikansi  $0.524 > 0.05$  yang berarti kepemilikan oleh manajerial dalam suatu perusahaan tidak signifikan, untuk itu hasil ini menolak H2c. Sehingga dapat dikatakan bahwa besar kecilnya kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap hubungan penghindaran pajak dan risiko *crash* serta tidak menjamin kepemilikan oleh manajerial akan membuat mekanisme pengawasan tata kelola perusahaan optimal. Kepemilikan saham oleh manajer dapat memberikan insentif kepada mereka untuk mengelola perusahaan dengan hati-hati dan mempertimbangkan dampak penghindaran pajak terhadap risiko harga saham, namun temuan menunjukkan bahwa dampaknya tidak selalu signifikan. Kepemilikan saham oleh manajer tidak selalu secara konsisten melemahkan pengaruh penghindaran pajak terhadap risiko jatuhnya harga saham. Penelitian Anggreini et al., (2023) menunjukkan bahwa meskipun manajer yang memiliki kepemilikan saham cenderung lebih berhati-hati dalam mengelola risiko dan keuangan perusahaan, dampaknya terhadap mitigasi risiko harga saham yang disebabkan oleh praktik penghindaran pajak tidak selalu linier. Manajer yang memiliki saham mungkin masih terlibat dalam strategi penghindaran pajak yang kompleks, yang dapat membawa dampak terhadap nilai saham perusahaan. Oleh karena itu, sementara kepemilikan saham oleh manajer dapat menciptakan keterlibatan yang lebih besar dalam kesejahteraan perusahaan, perlu ada pertimbangan yang cermat terkait dengan bagaimana dampaknya dapat memoderasi pengaruh penghindaran pajak terhadap risiko harga saham.

### **Peran Anggota Dewan Direksi atau Dewan Komisaris Wanita Melemahkan Pengaruh Penghindaran Pajak dengan Risiko Jatuhnya Harga Saham**

Peran dewan direksi atau dewan komisaris wanita pada hubungan positif penghindaran pajak dan risiko kejatuhan harga saham, dilihat dari tabel 3 nilai signifikan  $TAX * FEM$  sebesar  $0.354 > 0.05$  yang artinya peran dewan direksi atau dewan komisaris wanita tidak berpengaruh signifikan sehingga H3 ditolak. Meskipun terdapat partisipasi wanita dalam dewan direksi atau dewan komisaris telah menjadi fokus untuk mencapai keragaman dan tata kelola perusahaan yang lebih baik, temuan menunjukkan bahwa peran anggota dewan wanita tidak selalu secara signifikan

melemahkan pengaruh penghindaran pajak terhadap risiko jatuhnya harga saham. Meskipun adanya wanita dalam posisi kepemimpinan dapat membawa perspektif yang berbeda dan memperkaya diskusi di tingkat pengambilan keputusan, dampaknya terhadap mitigasi risiko harga saham akibat praktik penghindaran pajak tidak selalu jelas. Hasilnya yang tidak signifikan ini didukung dengan penelitian oleh Wendy (2019) bahwa dewan direksi wanita tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal ini disebabkan kemungkinan pengambilan keputusan strategis atas tata kelola perusahaan tetaplah didominasi oleh pemimpin atau dewan direksi pria (Fernández-Temprano & Tejerina-Gaite, 2020).

## KESIMPULAN DAN SARAN

Hasil empiris menunjukkan bahwa terdapat hubungan positif signifikan bahwa penghindaran pajak dan risiko kejatuhan harga saham untuk uji regresi linear. Dengan menggunakan uji coba model yang berbeda dengan *research design* yang telah disusun sebelumnya menghasilkan uji F yang tidak Fit dan tidak signifikan, sehingga menggunakan model berupa variabel dependen *skewness* dengan variabel independen TA dan *firm size* dengan *firm sigma* kurang dari atau sama dengan nilai rata-ratanya. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa aktivitas penghindaran pajak tidak selalu berhubungan positif dengan risiko kejatuhan harga saham. Hal ini disebabkan terdapat kemungkinan aspek lain yang bisa menyebabkan terjadinya kejatuhan harga saham perusahaan yang tidak dikaji dalam penelitian ini. Selain itu, rentan waktu penelitian yang pendek memungkinkan aktivitas penghindaran pajak belum terbukti menjadi penyebab *crash*.

Kepemilikan negara pada model regresi dengan variabel dependen *skewness* memiliki arah yang sama dengan jurnal acuan yaitu Thai H, Dang K, Nor N et al (2023) namun tidak berpengaruh signifikan dalam memoderasi hubungan *tax avoidance* dan *crash*. Variabel moderasi kepemilikan asing juga tidak berpengaruh signifikan dalam kedua model. Dan untuk kepemilikan manajerial dan peran anggota dewan direksi atau dewan komisaris wanita memiliki arah yang sama dengan Thai H, Dang K, Nor N et al (2023) ketika dimasukkan dalam model variabel dependen berupa *crash*, akan tetapi keduanya menunjukkan hubungan yang tidak berpengaruh signifikan baik dalam model regresi logistik ataupun regresi linear. Pada variabel kontrol yaitu *sigma* dan ukuran perusahaan memiliki pengaruh signifikan dalam model regresi dengan variabel dependen *skewness*. *Sigma* dan ukuran perusahaan memiliki pengaruh bersifat negatif terhadap hubungan penghindaran pajak dan *crash*. Variabel kontrol terakhir yaitu *leverage* tidak berpengaruh signifikan terhadap kejatuhan harga saham.

**DAFTAR PUSTAKA**

- Anggreini, N. A., Nur, E., & Yuyetta, A. (n.d.). Pengaruh enterprise risk management terhadap nilai perusahaan dengan kepemilikan manajerial sebagai variabel moderasi. *Diponegoro journal of accounting*, 12(4), 1–11. <http://ejournal-s1.undip.ac.id/index.php/accounting>
- Bauer, T., Kouroukous, T., & Krenn, P. (2018). Taxation and agency conflicts between firm owners and managers: a review. In *Business Research* (Vol. 11, Issue 1, pp. 33–76). Springer. <https://doi.org/10.1007/s40685-017-0054-y>
- Bello, K. (2014). *Evasion and Avoidance as Forms of Tax Non-Compliance: A Critical Review*. [www.sainshumanika.utm.my](http://www.sainshumanika.utm.my)
- Bilicka, K., Clancey-Shang, D., & Qi, Y. (2022). Tax avoidance regulations and stock market responses. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 77. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2021.101483>
- Chen, S., Ye, Y., & Jebran, K. (2022). Tax enforcement efforts and stock price crash risk: Evidence from China. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 33(2), 193–218. <https://doi.org/10.1111/jifm.12145>
- Crocker, K. J., & Slemrod, J. (2005). Corporate tax evasion with agency costs. *Journal of Public Economics*, 89(9–10), 1593–1610. <https://doi.org/10.1016/j.jpubeco.2004.08.003>
- Desai, M. A., & Dharmapala, D. (2009). *Corporate tax avoidance and firm value*.
- Fernández-Temprano, M. A., & Tejerina-Gaite, F. (2020). Types of director, board diversity and firm performance. *Corporate Governance (Bingley)*, 20(2), 324–342. <https://doi.org/10.1108/CG-03-2019-0096>
- Hidayat, M., & Mulda, R. (2019). The effect of book tax gap and foreign ownership on company tax avoidance and analysis of government regulations related to tax avoidance. *Dimensi*, 8(3), 404–418. <https://www.liputan6.com>
- Hutton, A. P., Marcus, A. J., & Tehranian, H. (2009). Opaque financial reports, R2, and crash risk. *Journal of Financial Economics*, 94(1), 67–86. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.10.003>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. In *Journal of Financial Economics* (Vol. 3). Q North-Holland Publishing Company.
- Kim, J. B., Li, Y., & Zhang, L. (2011). Corporate tax avoidance and stock price crash risk: Firm-level analysis. *Journal of Financial Economics*, 100(3), 639–662. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.07.007>

Lam Dang, T., Faff, R., Luong, H., & Nguyen, L. (2018). *Individualistic Cultures and Crash Risk*.

Shams, S., Bose, S., & Gunasekarage, A. (2022). Does corporate tax avoidance promote managerial empire building? *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 18(1). <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2021.100293>

Thai, H. M., Dang, K. N., Nor, N. M., Nguyen, H. T., & Nguyen, K. Van. (2023). Corporate tax avoidance and stock price crash risk: the moderating effects of corporate governance. *International Journal of Emerging Markets*. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-11-2021-1767>

Vo, X. V. (2020). Foreign Investors and Stock Price Crash Risk: Evidence from Vietnam. *International Review of Finance*, 20(4), 993–1004. <https://doi.org/10.1111/irfi.12248>