

Pengaruh Penghindaran Pajak terhadap Risiko Penurunan Harga Saham dengan Kinerja Keberlanjutan sebagai Variabel Moderasi

Mutia Arum Arsita¹, Dahlia Sari²

^{1,2} Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Indonesia, Depok, Jawa Barat

¹⁾ mutia.arum2@ui.ac.id, ²⁾ dahlia-s@ui.ac.id

*Corresponding Author

Diajukan : 13 Juni 2025

Disetujui : 9 Desember 2025

Dipublikasi : 1 Januari 2026

ABSTRACT

Negative news concerning a company often incentivizes its managers to sell their shares due to a loss of market confidence and pressure. Large-scale, synchronized share selling can potentially cause the stock price to decline further, resulting in a stock price crash risk driven by negative market sentiment. The purpose of this study is to analyze the effect of tax avoidance on stock price crash risk and to examine whether the moderation of sustainability performance (ESG) influences this relationship, addressing a current research gap in the literature. Method: The data utilized in this research consists of non-financial firms listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) over the period 2018 to 2023. Data was primarily sourced from Thomson Reuters. Due to the nature of the data, the study employed unbalanced panel data, resulting in a final sample of 156 firm-year observations. The hypothesis testing was conducted using the Fixed Effect Model (FEM) panel data regression. Result: The empirical results indicate that tax avoidance is not significantly related to stock price crash risk. Furthermore, the moderation of sustainability disclosure is not proven to affect the relationship between tax avoidance and stock price crash risk. Discussion: This study provides the first empirical evidence from Indonesia combining and testing the relationship among tax avoidance, ESG performance, and stock price crash risk. The lack of significant findings suggests that sustainability disclosure in the Indonesian context may not yet serve as a credible signal for investors to effectively mitigate the risks of information opacity associated with tax avoidance practices.

Keywords: Tax avoidance; Sustainability Disclosure; Stock Price Crash Risk; Sustainability; Indonesia Capital Market.

PENDAHULUAN

Pajak memainkan peran penting dalam struktur pendapatan negara, dengan kontribusi lebih dari 80% terhadap total penerimaan nasional. Di balik peran krusial ini, terdapat ketegangan yang signifikan antara dua kepentingan pemerintah yang berusaha mengoptimalkan penerimaan pajak untuk mendanai pembangunan, dan perusahaan yang cenderung meminimalkan beban pajak demi efisiensi operasional dan peningkatan laba. Ketidaksaeimbangan ini membuka peluang bagi praktik penghindaran pajak (*Tax Avoidance*) yang semakin meluas dan kompleks (Khoirunnisa & Suwardi, 2024). Sebagai respons terhadap rendahnya tingkat kepatuhan fiskal dan potensi pajak yang belum tergali, pemerintah Indonesia meluncurkan kebijakan *Tax Amnesty* pada tahun 2022. Meskipun bertujuan untuk meningkatkan penerimaan negara, praktik penghindaran pajak tetap menjadi tantangan serius yang tidak hanya berdampak pada fiskal negara, tetapi juga menimbulkan risiko reputasi dan hukum bagi perusahaan (Santoso & Firmansyah, 2024)

Dalam perspektif teori keagenan (*agency theory*). Penghindaran pajak dipandang sebagai strategi yang dipengaruhi oleh hubungan kontraktual antara pemilik perusahaan (*principal*) dan manajer (*agent*). Ketidaksaeimbangan informasi antara kedua pihak memungkinkan manajer mengambil keputusan yang menguntungkan dirinya sendiri, namun berpotensi merugikan pemilik dan negara. Teori keagenan menjadi acuan dalam analisis asimetri informasi (Garg et al.

2022). Asimetri informasi akan menguntungkan bagi manajer yang memiliki pengetahuan lebih dan proses penghindaran pajak bahkan dapat dijadikan sebagai alasan manajer untuk melakukan aktivitas menguntungkan bagi dirinya sendiri (Jensen & Meckling, 2012). Dengan menggunakan pengungkapan kinerja keberlanjutan tersebut, asimetri informasi dapat dikurangi dengan meningkatkan komunikasi antara perusahaan dan pemangku kepentingannya.

Hal lain yang dibahas dalam penelitian penghindaran pajak dengan risiko penurunan harga saham adalah adanya manajemen berusaha mengurangi asimetri informasi dan bekerja secara profesional demi kepentingan pemegang saham. Namun, temuan empiris mengenai hubungan ini masih belum konsisten. Beberapa studi menemukan bahwa penghindaran pajak berhubungan positif dengan risiko penurunan harga saham (Garg et al., 2022). Sementara penelitian lain menemukan hubungan negatif (Desai & Dharmapala, 2009), atau bahkan tidak ada hubungan yang signifikan (Neifar, 2018).

Inkonsistensi ini membuka peluang untuk meneliti variabel lain yang mungkin mempengaruhi hubungan tersebut. Penelitian ini mengusulkan kinerja keberlanjutan (ESG) sebagai variabel moderasi. Kinerja keberlanjutan yang unggul berfungsi sebagai sinyal penting bagi pasar mengenai tingginya transparansi dan akuntabilitas perusahaan, yang diharapkan dapat memitigasi tingkat asimetri informasi. Oleh karena itu, kinerja keberlanjutan yang kuat diprediksi akan memperlemah hubungan positif yang ada antara penghindaran pajak yang agresif dan risiko penurunan harga saham (*Stock Price Crash Risk*).

Studi yang menguji peran moderasi kinerja keberlanjutan dalam konteks ini masih langka, menunjukkan adanya *research gap* yang signifikan. Penelitian ini penting dilakukan dalam konteks Indonesia, sebuah negara dengan *tax ratio* yang relatif rendah yang mengindikasikan tingginya praktik penghindaran pajak. Meskipun literatur telah mengonfirmasi dampak negatif penghindaran pajak terhadap risiko penurunan harga saham Kim & Him, (2015) dan ada studi lain yang menunjukkan peran penting kinerja ESG dalam memitigasi risiko umum perusahaan (Lins et al., 2017). Namun belum ada studi empiris yang secara eksplisit menguji kinerja keberlanjutan sebagai variabel moderasi yang mempengaruhi intensitas hubungan antara penghindaran pajak dan risiko penurunan harga saham.

Berdasarkan latar belakang di atas, maka pertanyaan penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Apakah penghindaran pajak berpengaruh positif terhadap risiko penurunan harga saham?
2. Apakah kinerja keberlanjutan memperlemah hubungan positif antara penghindaran pajak dan risiko penurunan harga saham?

Dari penjelasan sebelumnya, maka penelitian ini berusaha untuk menganalisis hubungan penghindaran pajak terhadap risiko penurunan harga saham dan menganalisis peran kinerja keberlanjutan dalam memoderasi penghindaran pajak terhadap risiko penurunan harga saham.

STUDI LITERATUR

Teori Agensi (*Agency Theory*)

Dalam penelitian ini, *agency theory* menjadi landasan dalam teori yang mengartikan bahwa perusahaan terdiri dari hubungan yang bersifat kontraktual antar individu yang memiliki kepentingan (Stern et al., 2022). Teori keagenan menjelaskan adanya masalah inti dalam penelitian ini, yaitu konflik kepentingan antara manajer (agen) dan pemegang saham (prinsipal). Konflik ini menciptakan asimetri informasi, dimana manajer memiliki keunggulan informasi dibandingkan pemegang saham. Manajer dapat melakukan praktik penghindaran pajak secara sengaja dengan memanfaatkan fungsi pengendalian internal yang kurang kuat dan bertujuan untuk keuntungan pribadi mereka sendiri dengan mengorbankan hak pemegang saham (Gormley et al., 2023).

Asimetri informasi akan menguntungkan bagi manajer yang memiliki pengetahuan lebih dan proses penghindaran pajak bahkan dapat dijadikan sebagai alasan manajer untuk melakukan aktivitas menguntungkan bagi dirinya sendiri (Wang et al., 2022). Dalam hal ini, manajer dapat menyembunyikan berita negatif (*Bad News Hoarding*) demi keuntungan pribadi, yang pada akhirnya memicu risiko penurunan harga saham.

Teori Sinyal (Signalling Theory)

Teori sinyal (*Signalling Theory*) adalah teori yang menjelaskan bagaimana manajemen suatu perusahaan dapat memberikan informasi kepada suatu investor. Salah satu cara yang digunakan manajemen perusahaan dalam memberikan sinyal kepada investor adalah melalui laporan keuangan perusahaan. Penelitian ini mengadopsi teori sinyal untuk menilai risiko penurunan harga saham. Menurut penelitian Ekasari Harmadji et al., (2018). *Signalling Theory* menjelaskan alasan perilaku manajer sebagai agen untuk memberikan sinyal mengenai prospek dalam menilai harga saham suatu perusahaan. Perilaku ini bertujuan untuk mengurangi tingkat asimetri informasi antara pihak internal dan eksternal perusahaan.

Oleh karena itu, teori *signalling* menjelaskan solusi atas masalah asimetri informasi. Teori ini menyatakan bahwa manajer akan secara sukarela memberikan sinyal kepada pihak eksternal (investor) untuk menunjukkan prospek perusahaan dan mengurangi ketidakpastian. Dalam penelitian ini kinerja keberlanjutan bertindak sebagai suatu sinyal positif yang sifatnya kredibel. Kinerja ESG yang tinggi memberi sinyal kepada investor bahwa perusahaan transparan dan dikelola dengan baik untuk jangka panjang, Sehingga meningkatkan kepercayaan investor.

Penghindaran Pajak

Penghindaran pajak adalah aktivitas untuk mengurangi pembayaran pajak dengan tidak melanggar aturan (Thomsen & Watrin, 2018) Penghindaran pajak yang dilakukan oleh perusahaan ada yang sifatnya oportunistik dan efisiensi (Hanlon & Heitzman, 2010). Penghindaran pajak yang sifatnya oportunistik terjadi karena adanya pemisahan kepemilikan dan kontrol yang menyebabkan keputusan pajak perusahaan atas kepentingan pribadi manajer. Penelitian yang ditemukan (Drake et al., 2019) menjelaskan bahwa manajer yang mementingkan diri sendiri dalam merekayasa laporan keuangan akan merugikan suatu perusahaan. Penghindaran pajak yang sifatnya efisiensi menjelaskan bahwa manajer dapat bertindak atas nama pribadi untuk memaksimalkan keuntungan perusahaan. (Hanlon & Slemrod, 2009; Thomsen & Watrin, 2018).

Dalam penelitian ini menggunakan pengukuran *Current Effective Tax Rate* (CETR) yang menjelaskan bahwa pengukuran ini berbeda dengan GAAP ETR. Pengukuran GAAP ETR menggunakan total beban pajak termasuk beban pajak tangguhan. Sedangkan, pengukuran CETR tidak menggunakan beban pajak tangguhan. Sehingga, dapat mencerminkan strategi manajemen dalam menunda pembayaran pajak dan dapat menangkap perbedaan temporer (Hanlon & Slemrod, 2009; Thomsen & Watrin, 2018).

Risiko Penurunan Harga Saham

Perubahan nilai saham yang turun merupakan sebuah fenomena yang sifatnya hanya mempengaruhi satu saham saja, atau disebut juga dengan *contagious* (Habib & Hasan, 2017). Fenomena *contagious* adalah fenomena yang terjadi dalam suatu pasar saham. Risiko penurunan saham adalah sikap yang dimiliki manajer yang untuk menahan sentimen dalam jangka waktu yang lama, sehingga ketika berita negatif dilepaskan ke pasar saham menyebabkan nilai saham perusahaan menjadi turun.

Penelitian ini menggunakan pengukuran NCSKEW (*Negative Coefficient Skewness*) sebagai indikator pengukuran risiko penurunan harga saham. Dalam konteks analisis risiko saham, *negative skewness* menunjukkan bahwa adanya distribusi *return* saham cenderung condong ke kiri. Artinya, ada probabilitas lebih tinggi untuk mengalami kerugian yang besar (*return* negatif) lebih ekstrim dibandingkan dengan probabilitas mendapatkan keuntungan yang besar (*return* positif). Hal ini mencerminkan bahwa adanya pengaruh pada portofolio dan kinerja saham.

Kinerja Keberlanjutan

Kinerja keberlanjutan perusahaan merupakan komitmen suatu perusahaan terhadap pemangku kepentingan (Garvare & Johansson, 2010). Kinerja keberlanjutan bermanfaat dalam mengetahui transparansi informasi perusahaan sehingga menambah nilai perusahaan. Karena itu, kinerja keberlanjutan perusahaan tergantung dari bagaimana perusahaan meyakinkan pemangku kepentingan bahwa suatu perusahaan telah melakukan tindakan yang terbaik untuk memenuhi tuntutan pemangku kepentingan dengan melakukan kegiatan berkelanjutan.

Dalam penelitian ini menggunakan pengukuran ESG yang dilihat dari skor masing-masing perusahaan. ESG biasanya menjadi standar dan strategi yang digunakan investor untuk mengevaluasi perilaku perusahaan dan kinerja keuangan masa depan (Widyawati, 2020). Sebagai konsep investasi untuk mengevaluasi pengembangan perusahaan yang berkelanjutan, tiga faktor dasar ESG adalah poin utama yang harus dipertimbangkan dalam proses analisis investasi dan pengambilan keputusan. Selain itu, faktor lingkungan, sosial dan tata kelola (ESG) membantu dalam mengukur keberlanjutan dan dampak sosial dari kegiatan bisnis perusahaan.

Hipotesis

Pengembangan hipotesis ini didasarkan pada teori *agency* yang telah menyoroti adanya asimetri informasi antara pihak manajer (agen) yang memiliki informasi lebih banyak, dan pemegang saham (prinsipal) (Stern et al., 2022)

Penghindaran pajak merupakan aktivitas yang mengacu pada upaya untuk mengurangi pembayaran pajak dengan cara yang legal (Kim & Zhang 2016). Asimetri informasi yang tinggi menyebabkan adanya konflik kepentingan antara agen dan prinsipal. Teori yang menjelaskan penelitian ini adalah teori agensi karena adanya masalah keagenan yang ditimbulkan oleh suatu perusahaan dalam memanfaatkan aktivitas penghindaran pajak.

Hal ini juga dipertegas oleh argumen dari penelitian Thai (2023) yang menjelaskan bahwa penghindaran pajak dapat memfasilitasi kemampuan manajerial serta aktivitas pengumpulan berita negatif dalam jangka waktu yang lama. Pengumpulan berita negatif dalam jangka waktu yang lama akan menyebabkan risiko penurunan harga saham yang tinggi. Hal ini menunjukkan bahwa tingkat penghindaran pajak yang tinggi karena asimetri informasi menyebabkan tingginya risiko penurunan harga saham. Oleh karena itu hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H1: Penghindaran pajak berhubungan positif dengan risiko penurunan harga saham.

Pengembangan hipotesis moderasi ini didasarkan pada teori sinyal (*Signalling Theory*) Jika pada hipotesis pertama menjelaskan asimetri informasi adalah masalah utamanya, hipotesis kedua mengusulkan bahwa kinerja keberlanjutan adalah solusinya. Terkait peran moderasi kinerja keberlanjutan, Alsaadi (2020) memberikan bukti empiris bahwa perusahaan yang beroperasi di yurisdiksi dengan kepatuhan pelaporan pajak keuangan yang rendah menggunakan kinerja keberlanjutan sebagai saluran manajemen untuk melindungi perusahaan agar tidak mendapatkan konsekuensi negatif dari aktivitas penghindaran pajak.

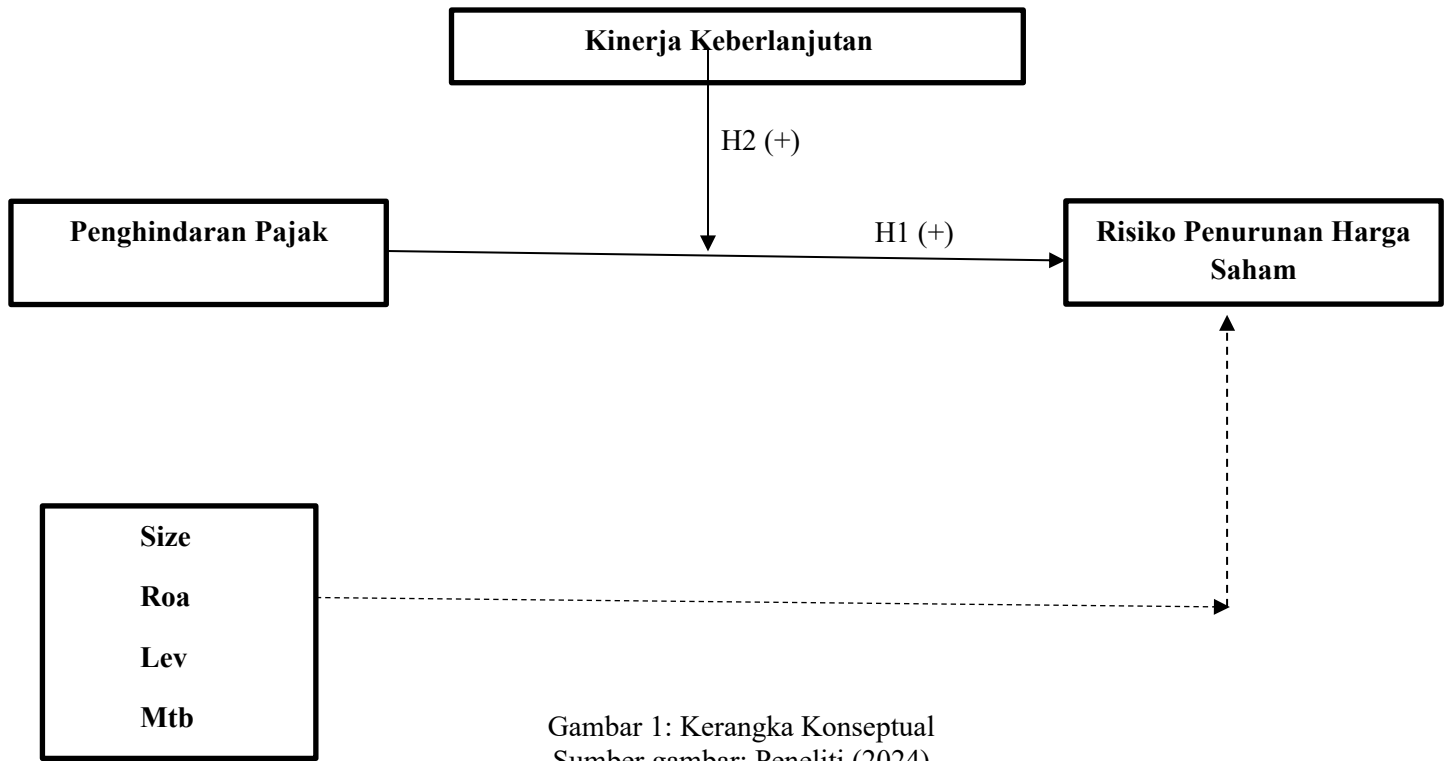
Di posisi lain, Pratiwi & Siregar (2019) menjelaskan bahwa pengungkapan kinerja keberlanjutan yang dilakukan oleh perusahaan di Indonesia lebih didorong oleh motivasi strategis. Artinya, motivasi tersebut menjadi alat manajemen risiko untuk melindungi tindakan oportunistik yang dilakukan perusahaan. Tindakan oportunistik dapat berupa kegiatan yang dilakukan oleh seorang manajer perusahaan untuk memaksimalkan keuntungannya sendiri.

Teori sinyal menyatakan bahwa perusahaan dapat secara sukarela mengirimkan sinyal yang kredibel kepada investor untuk mengurangi asimetri informasi dan menunjukkan prospek positif perusahaan. Kinerja keberlanjutan (ESG) yang tinggi adalah sinyal kuat yang menunjukkan komitmen perusahaan terhadap transparansi, etika dan praktik bisnis dalam jangka yang panjang. Penulis berpendapat bahwa ketika sebuah perusahaan memiliki kinerja ESG yang sangat baik (sinyal transparansi yang kuat), kepercayaan investor terhadap manajemen akan meningkat (Elamer et al., 2024). Kepercayaan ini mengubah persepsi investor terhadap aktivitas penghindaran pajak.

Dalam hal ini. Pada perusahaan dengan ESG rendah (sinyal buruk / transparansi rendah), Investor akan curiga dan memandang penghindaran pajak sebagai tindakan oportunistik manajer untuk menyembunyikan berita negatif. Namun pada perusahaan dengan ESG yang tinggi. Investor lebih cenderung memandang penghindaran pajak sebagai strategi efisiensi yang sah untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Karena sinyal yang kuat telah mengurangi asimetri informasi dan membangun kepercayaan, kemampuan dan insentif manajer untuk menimbun berita negatif menjadi terbatas. Penerapan kinerja keberlanjutan memberikan sinyal positif kepada publik, sehingga mekanisme utama yang menghubungkan penghindaran pajak dengan risiko penurunan harga saham menjadi lebih lemah (Gregorius & Nurdin, 2023). Oleh karena itu hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H 2: Kinerja keberlanjutan memperlemah hubungan positif antara penghindaran pajak dan risiko penurunan harga saham.

Kerangka Konseptual



Gambar 1: Kerangka Konseptual
Sumber gambar: Peneliti (2024)

METODE

Model Penelitian

Penelitian ini bersifat kuantitatif dengan tipe data panel yang menggabungkan data *time series* dan *cross section*. Tahun penelitian pada periode 2018-2023. Peneliti menggunakan pendekatan kuantitatif dengan metode regresi data panel. Pendekatan ini bertujuan untuk mengetahui hubungan antar variabel independen dan dependen. Penelitian ini menggunakan data sekunder dari Eikon yang diolah menggunakan aplikasi STATA. Periode penelitian adalah tahun 2018-2023. Periode ini dipilih karena pemerintah menerbitkan kebijakan tax amnesty pada tahun 2016-2017 (sebelum periode penelitian dimulai). Perusahaan yang diteliti adalah sektor non keuangan karena sektor keuangan memiliki peraturan perpajakan khusus. Data yang digunakan dalam penelitian adalah data sekunder dengan sumber data. Selain itu, data yang diperoleh dalam penelitian ini adalah data yang bersumber dari *S&P Global*, *Yahoo finance* dan *Thomson Reuters*.

Pengujian Hipotesis Penelitian

Pada penelitian ini menggunakan uji hipotesis data panel yang menggabungkan *cross section* dan *time series*. Pemilihan model regresi data panel yang paling tepat apakah *Common Effect Model* (CEM), *Fixed Effect Model* (FEM) atau *Random Effect Model* (REM) dilakukan melalui serangkaian pengujian statistik. Pertama dilakukan pengujian yakni Uji Chow (*Chow - Test*) untuk memilih model uji antara FEM dan REM.

Hasil uji Hausman yang telah dilakukan menunjukkan nilai probabilitas Chi - Square sebesar 0,0012. Karena nilai probabilitas 0,0012 lebih kecil dari tingkat signifikansi 5% (0,05), Maka H0 ditolak. Penolakan H0 ini mengindikasikan bahwa *Fixed Effect Model* (FEM) adalah model yang paling tepat dan konsisten untuk mengestimasi data dalam penelitian dibandingkan model REM. Oleh karena itu seluruh pengujian hipotesis dalam penelitian ini menggunakan regresi FEM.

Prosedur Pemilihan Sampel

Populasi penelitian adalah perusahaan yang sudah terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2018 – 2023, dengan data dari *Thomson Reuters* (sudah diaudit). Sampel dipilih dengan menggunakan kriteria sebagai berikut:

- Tidak termasuk industri tambang, perbankan, dan *real estate*. Industri-industri ini dikeluarkan karena memiliki regulasi yang ketat dan format laporan keuangan khusus.
- Tidak termasuk perusahaan yang memiliki nilai EBT negatif (mengalami kerugian).
- Tidak termasuk perusahaan yang tidak memiliki data ESG tahun 2018-2023.
- Tidak termasuk perusahaan yang laporan keuangannya menggunakan mata uang selain Rupiah

Tabel 1. Sampel Penelitian

No.	Pemilihan Sampel Hipotesis I	Jumlah
1.	Total Observasi Seluruh Perusahaan (Periode 2018-2023)	771
	Dikurangi:	
2.	Perusahaan konstruksi, tambang, perbankan dan <i>Real Estate</i>	(556)
	Total Observasi Perusahaan	215
3.	Tidak memiliki data lengkap risiko saham	(34)
	Total Observasi Hipotesis I	181
4.	Tidak memiliki data lengkap ESG	(25)
5.	Total Observasi Hipotesis II	156

Sumber Tabel: Peneliti, 2024

Operasionalisasi Variabel Penelitian

Penghindaran Pajak

Penghindaran pajak dapat dilakukan dengan *current effective tax rate* (CETR). Ukuran CETR adalah parameter untuk menilai dan mendeteksi adanya penghindaran pajak dalam suatu perusahaan (Hanlon et al., 2010). Penggunaan nilai dalam penghindaran pajak yakni CETR dalam penelitian ini dinilai cukup *powerfull* karena mampu menunjukkan komposisi besarnya pajak yang sudah dibayarkan atau yang dihitung perusahaan dan membandingkannya dengan laba sebelum pajak. Pada pengukuran ini sudah dikali minus 1 (-1) untuk menyesuaikan arah hubungan CETR. Dengan mengalikan CETR dengan -1, nilai CETR yang lebih tinggi akan menunjukkan tingkat *tax avoidance* yang lebih tinggi.

$$\text{Current Effective Tax Rate} = \frac{\text{Current Tax Expense}}{\text{Pre - Tax Income}}$$

Risiko Penurunan Harga Saham

Dalam penelitian ini yang diukur adalah menghitung *daily return* saham perusahaan mengikuti penelitian (Chen et al., 2001) dengan step awal yaitu menghitung *daily return*. Setelah mendapatkan *daily return*, langkah selanjutnya yaitu menghitung nilai residualnya. Rumus untuk menghitung *daily return* saham:

$$r_{it} = \alpha_i + \beta_{1,i}RM_{t-1} + \beta_{2,i}RM_{t+1} + \beta_{3,i}RM_{t+1} + \epsilon_{i,t}$$

Dimana:

- r = *Daily return* saham perusahaan
- ε = Nilai Residual Saham
- RM_{t+1} = *Return* pasar saham hari berikutnya
- RM_{t-1} = *Return* pasar saham hari sebelumnya
- RM_t = *Return* pasar IHSG

Langkah selanjutnya yaitu untuk mencari nilai residual dengan menghitung rumus:

$$\sum_{i,t} = RM_{t-1} - RM_t$$

Dimana:

- RM_{t-1} = *Return* pasar saham hari sebelumnya

$RM_{i,t}$ = Return pasar IHSG

Setelah mendapatkan hasil nilai residual saham, maka diperoleh *return* saham *i* pada *t* dengan rumus:

$$R_{i,t} = \text{Ln}(1 + \epsilon_{i,t})$$

Dimana:

$R_{i,t}$ = Imbal hasil harian saham *i*

Ln = Logaritma Natural

$\epsilon_{i,t}$ = Nilai residual saham

Setelah itu, didapatkan nilai $R_{i,t}$ sebagai imbal hasil harian saham, Untuk mengukur risiko penurunan saham pada perusahaan di tahun pertama dan menganalisis koefisien kemiringan negatif, dilakukanlah perhitungan rumus sebagai berikut:

$$NCSKEW_{i,T} = \frac{-(n(n-1)3/2 \sum R_{i,t}^3)}{(n-1)(n-2)(\sum R_{i,t}^2)^{3/2}}$$

Dimana:

$NCSKEW_{i,T}$ = Koefisien kemiringan negatif perusahaan dari saham perusahaan *i* selama *T* tahun

T = Tahun observasi (dalam setahun)

n = Jumlah periode observasi penelitian

Kinerja Keberlanjutan

Indikator yang digunakan untuk menilai kinerja keberlanjutan menggunakan skor ESG yang didapat dari refinitiv sebagai skor utama untuk menyediakan sumber data. Keutamaan *refinitiv* yakni banyak digunakan dalam literatur akuntansi dan keuangan seperti yang didokumentasikan dalam literatur review oleh de Villiers et al. (2022). Kekuatan utama skor ESG refinitiv adalah metodologi pemeringkatan persentil yang digunakan dalam penyusunannya yang memungkinkan dilakukan perbandingan antar suatu perusahaan (Gigante & Manglaviti, 2022).



Gambar 2: Kategori Pengukuran ESG
Sumber gambar: Peneliti (2024)

Persamaan Statistik Model Penelitian

Model (1) digunakan untuk menjawab pertanyaan penelitian pertama terkait dengan hubungan antara penghindaran pajak terhadap risiko penurunan harga saham (H_1). Model (2) digunakan untuk menjawab pertanyaan penelitian kedua terkait apakah efek moderasi dari kinerja keberlanjutan dapat memperkuat atau memperlemah hubungan antara penghindaran pajak terhadap risiko penurunan harga saham.

Model Hipotesis I

$$NCSKEW_{t-1} = \alpha_0 + \beta_1 CETR_{it} + \beta_2 ESG_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 NCSKEW_{t-1} + \beta_7 MTB + e$$

Model Hipotesis II

$$NCSKEW_{t-1} = \alpha_0 + \beta_1 CETR_{it} + \beta_2 ESG_{it} + \beta_3 CETR_{it} * ESG_{it} + \beta_4 SIZE + \beta_5 ROA + \beta_6 LEV + \beta_7 NCKSEW + \beta_7 MTB + e$$

Keterangan:

$CETR_{it}$: Penghindaran pajak perusahaan (Proxy: *Current ETR*)

$NCSKEW_{t-1}$: *Negative Skewness* di tahun sekarang
(Proxy: (*Negative Coefficient Skewness*))

ESG_{it}: Kinerja keberlanjutan (Proxy: *ESG Score*)

Size_{it}: Ukuran perusahaan (Ln Total aset) (Proxy: *Size*)

ROA_{it}: *Return on Asset* (Laba bersih dibagi dengan total aset)

LEV_{it}: *Leverage* (Total hutang dibagi dengan total aset)

MTB: *Market to Book Ratio* (Membagi *Market to Book Capitalization* dengan *Book Value*)

CETR_{it} * ESG_{it}: Koefisien variabel interaksi antara penghindaran pajak dan kinerja keberlanjutan.

NCSKEW_{t-1}: *Negative Coefficient Skewness* pada tahun sebelum

HASIL

Statistik deskriptif data penelitian pada tabel 2 menunjukkan bahwa menyajikan variabel risiko penurunan harga saham yang diukur menggunakan indikator NCSKEW_{t1}. Nilai maksimal NCSKEW_{t1} yaitu sebesar 3.3245. Sedangkan, nilai minimal sebesar -2.6236. Nilai tersebut dapat diartikan bahwa perusahaan yang memiliki nilai maksimal dikarenakan perusahaan dapat menunjukkan peningkatan atau pendapatan laba bersih dan investor cenderung lebih percaya diri untuk membeli sahamnya.

Variabel penghindaran pajak dengan indikator *Current ETR*, didapatkan nilai minimum CETR sebesar 0.000. Artinya, perusahaan memiliki kerugian, sehingga pajak yang dibayarkan bisa menjadi nol. Nilai maksimal CETR sebesar 87.3943.

Adapun, kinerja keberlanjutan diukur dengan indikator *ESG Score* menunjukkan nilai maksimal sebesar 82.8779 yang menunjukkan bahwa PT. Unilever Indonesia Tbk secara konsisten menerapkan prinsip ESG dalam operasional bisnisnya dengan mengurangi emisi karbon sejak tahun 2015 hingga tahun 2023 sebesar 89,45%. Kemudian, terdapat nilai minimal sebesar 10.1067.

Variabel kontrol *leverage* dalam penelitian ini yang diukur dengan rasio utang terhadap ekuitas memiliki nilai minimal sebesar 0.000. Artinya, sebagian perusahaan dalam penelitian ini tidak memiliki hutang dan tidak memiliki kesulitan keuangan yang tinggi dalam masalah keuangan. Nilai maksimal *leverage* sebesar 0.7852. Rasio *leverage* yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan memiliki tingkat ketergantungan yang signifikan pada utang dalam mendanai biaya operasional perusahaan.

Variabel kontrol ROA yang diukur dengan *return on asset*, memiliki nilai maksimal yaitu 0. Sedangkan, nilai minimal ROA sebesar 0,0005. artinya terjadi peningkatan nilai perusahaan yang berdampak pada tingginya risiko penurunan saham.

Untuk variabel kontrol umur perusahaan yang diukur dengan *SIZE*, memiliki nilai maksimal sebesar 24.0888 Untuk nilai minimal sebesar 18.47634. ukuran perusahaan yang lebih besar mencerminkan risiko penurunan saham yang lebih tinggi di masa depan.

Untuk variabel kontrol *market to book value* (MTB) memiliki nilai maksimal sebesar 5.105. Sedangkan, untuk Nilai minimal pada MTB sebesar 27.177. Nilai MTB yang tinggi memiliki kecenderungan untuk melakukan manajemen laba dalam mewujudkan ekspektasi pasar agar menjaga nilai saham tetap tinggi. Dengan melakukan hal tersebut, maka kinerja saham perusahaan akan terlihat baik oleh investor.

Untuk variabel kontrol NCSKEW memiliki nilai maksimal sebesar 4.264264. Sedangkan nilai minimal sebesar -37.157. Nilai NCSKEW yang semakin negatif menunjukkan bahwa risiko penurunan harga saham semakin tinggi.

Tabel 2. Statistik Deskriptif Penelitian

Variable	Mean	Std. Dev	Min	Max
NCSKEW t1	0.2798481	0.918773	-2.6236	3.3245
CETR	21.11114	12.29946	0.0000	87.3943
ESG	43.0874	18.04176	10.1067	82.8779
LEV	0.2772756	0.19746	0.0000	0.7852
ROA	0.09095	0.07551	0.0005	0.4468
SIZE	21.75603	1.140292	18.4763	24.088
NCSKEW	-0.3578502	0.90785	-3.7517	4.2643
MTB	220.000	711.000	27.177	5.105,004

Sumber: Data diolah Penulis (2024)

Hasil penelitian menggunakan t-test menunjukkan bahwa variabel penghindaran pajak yang diukur dengan menggunakan CETR mempunyai nilai probabilitas t-statistik sebesar 0.110. Artinya, hipotesis H₁ dalam penelitian ini ditolak. Hal ini menunjukkan bahwa variabel penghindaran pajak tidak berpengaruh terhadap risiko penurunan harga saham. Variabel kontrol yaitu variabel *leverage* menunjukkan probabilitas t-statistik sebesar 0.862, artinya *leverage* tidak terbukti berpengaruh terhadap risiko penurunan harga saham. Variabel ROA menunjukkan probabilitas t-statistik sebesar 0.430, artinya variabel ROA tidak terbukti mempengaruhi terhadap risiko penurunan harga saham. Variabel kontrol ukuran perusahaan yang diukur dengan menggunakan SIZE menunjukkan probabilitas t-statistik sebesar 0.140, artinya SIZE tidak terbukti mempengaruhi risiko penurunan harga saham. Untuk variabel kontrol NCSKEW mempunyai nilai probabilitas t-statistik sebesar 0.020, artinya variabel NCSKEW memiliki pengaruh positif terhadap risiko penurunan harga saham. Artinya, nilai NCSKEW yang tinggi mencerminkan potensi risiko penurunan harga saham yang signifikan. Sehingga, NCSKEW dapat mencerminkan sensitivitas saham terhadap berita negatif yang memicu penurunan harga saham. Variabel MTB memiliki nilai probabilitas t-statistik sebesar 0,683, artinya variabel MTB tidak terbukti berpengaruh terhadap risiko penurunan harga saham.

Tabel 3. Hasil Pengujian Hipotesis 1 dan 2

Variabel NCSKEW t+1	H1	H2
CETR	0.145011 (0.110)	0.0435248 (0.166)
ESG		0.0061482 (0.764)
CETR ESG		-0.0006964 (0.331)
LEV	0.1819161 (0.862)	0.0994064 (0.928)
ROA	2.431093 (0.430)	2.542008 (0.410)
SIZE	0.8731638 (0.140)	0.9210159 (0,123)
NCSKEW	-0.2627668 (0,020)*	-.0.2798481 (0,003)*
MTB	0.000000814	0.0000535
Model Data Panel	FEM	FEM
<i>F- Test</i>	0.0000	0.0000
Observasi	156	156
R- Squared	0,1349	0,1349

Sumber Tabel: Ringkasan olahan data STATA peneliti, 2024

Hasil pengujian pada hipotesis II penelitian menunjukkan bahwa interaksi antara penghindaran pajak dan kinerja keberlanjutan menunjukkan nilai probabilitas t-statistik sebesar 0.331 yang artinya interaksi antara penghindaran pajak dan kinerja keberlanjutan tidak berhubungan dengan risiko penurunan harga saham. Artinya hipotesis II dalam penelitian ini ditolak. Hasil pada Tabel 3 menunjukkan bahwa hipotesis 2 penelitian ini ditolak.

Adapun, variabel *leverage* menunjukkan bahwa probabilitas t-statistik sebesar 0.928 Hal ini berarti *leverage* tidak terbukti berpengaruh terhadap risiko penurunan harga saham. Untuk variabel ROA menunjukkan bahwa probabilitas t-statistik sebesar 0.410 Artinya, ROA tidak terbukti berpengaruh terhadap risiko penurunan harga saham. Untuk variabel ukuran perusahaan yang diukur dengan menggunakan SIZE menunjukkan bahwa probabilitas t-statistik sebesar 0.123, artinya SIZE tidak terbukti berpengaruh terhadap risiko penurunan harga saham. Untuk variabel NCSKEW pada hipotesis 2 mempunyai nilai probabilitas t-statistik sebesar 0,003. Artinya,

variabel NCSKEW pada tahun sebelumnya akan berpengaruh positif terhadap turunya risiko harga saham pada tahun berikutnya.

PEMBAHASAN

Hubungan Penghindaran Pajak dengan Risiko Penurunan Harga Saham

Hasil analisis statistik menolak hipotesis 1, menunjukkan bahwa penghindaran pajak (diukur dengan CETR) tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap risiko penurunan harga saham (*Stock Price Crash Risk*). Temuan ini bertentangan dengan literatur terdahulu, seperti Kim & Zhang (2016) yang mengidentifikasi penghindaran pajak sebagai sinyal negatif. Ketidaksesuaian ini kemungkinan besar disebabkan oleh perbedaan dalam persepsi investor di pasar modal Indonesia. Investor di pasar ini tidak serta-merta mengadopsi perspektif Teori Keagenan yang memandang penghindaran pajak sebagai tindakan oportunistik manajer. Sebaliknya, temuan ini lebih selaras dengan pandangan efisiensi di mana strategi penghindaran pajak yang legal dianggap sebagai upaya manajerial yang rasional untuk memaksimalkan laba setelah oajak dan nilai perusahaan. Dengan mempersepsikan penghindaran pajak sebagai tanda efisiensi, bukan sebagai aktivitas menimbun berita negatif (*Bad News Hoarding*). Temuan ini secara implisit menyoroti pentingnya konteks kelembagaan domestik. Di Indonesia, investor mungkin memiliki tingkat kepercayaannya yang lebih tinggi terhadap legitimasi praktik manajemen pajak yang wajar atau mereka lebih memprioritaskan manfaat *value creation* yang dihasilkan dari penghematan pajak dibandingkan potensi risiko yang tersembunyi.

Sebuah penjelasan yang mungkin atas temuan ini adalah bahwa investor di pasar modal Indonesia tidak serta-merta memandang penghindaran pajak sebagai tindakan oportunistik manajer (perspektif Teori Keagenan). Sebaliknya, temuan ini bisa jadi lebih sejalan dengan pandangan secara efisiensi, di mana investor menganggap strategi penghindaran pajak yang legal sebagai upaya manajerial yang sah untuk memaksimalkan laba dan nilai perusahaan. Jika investor mempersepsikan penghindaran pajak sebagai tanda efisiensi—bukan sebagai aktivitas tersembunyi untuk menimbun berita negatif (*Bad News Hoarding*) maka wajar jika aktivitas tersebut tidak memicu persepsi risiko yang lebih tinggi di pasar.

Hubungan Penghindaran Pajak dengan Risiko Penurunan Harga Saham dengan Kinerja Keberlanjutan Sebagai Moderasi

Hasil pengujian statistik menunjukkan bahwa hipotesis 2 ditolak yang mengindikasikan bahwa kinerja keberlanjutan tidak terbukti memoderasi atau memperlama hubungan antara penghindaran pajak dan risiko penurunan harga saham (*Stock Price Crash Risk*). Kegagalan peran moderasi ini memberikan bukti empiris bahwa di pasar modal Indonesia, tingginya skor ESG sebagai indikator kinerja keberlanjutan belum cukup kuat untuk berfungsi sebagai mekanisme pelindung nilai terhadap risiko yang ditimbulkan oleh praktik perpajakan.

Penolakan peran moderasi ini dapat dijelaskan melalui perspektif kegagalan penerimaan sinyal dalam Teori Sinyal (*Signaling Theory*). Meskipun secara teoritis pengungkapan ESG dimaksudkan sebagai sinyal positif untuk mengurangi asimetri informasi dan membangun kepercayaan, efektivitas sinyal tersebut sangat bergantung pada penerima sinyal, yaitu investor. Selama periode penelitian (2018–2023), literasi dan kesadaran investor domestik terhadap isu keberlanjutan di Indonesia tampaknya masih berada pada tahap awal, terutama jika dibandingkan dengan negara maju (Tjahjadi et al., 2021). Investor di Indonesia diindikasikan masih memiliki preferensi jangka pendek yang kuat, di mana fokus utama mereka tertuju pada indikator kinerja keuangan fundamental seperti laba bersih, *Return on Assets* (ROA), atau dividen, dibandingkan metrik non-keuangan seperti pengungkapan kinerja keberlanjutan (Santoso & Firmansyah, 2024).

Akibatnya, pengungkapan kinerja keberlanjutan seringkali dianggap sebagai *noise* atau informasi sekunder yang tidak material dalam keputusan investasi yang mendominasi pasar. Ketika pasar tidak mengapresiasi sinyal positif dari kinerja keberlanjutan, kemampuan untuk menetralkan persepsi risiko (terutama yang berasal dari aktivitas perpajakan) menjadi hilang. Dengan kata lain, investor tidak merasa lebih aman terhadap perusahaan yang melakukan penghindaran pajak hanya karena perusahaan tersebut memiliki skor pengungkapan kinerja keberlanjutan yang tinggi.

Kegagalan ini memberikan suatu pandangan bahwa saluran transmisi sinyal pengungkapan kinerja keberlanjutan belum beroperasi optimal di pasar modal Indonesia dalam konteks mitigasi risiko pasar yang ekstrem

Implikasi Penelitian

Meskipun hipotesis penelitian ini ditolak, temuan ini memberikan beberapa implikasi praktis penting bagi berbagai pemangku kepentingan:

- **Bagi Investor:** Temuan ini mengindikasikan bahwa (setidaknya untuk periode 2018-2023) skor ESG perusahaan di Indonesia belum tentu menjadi sinyal yang efektif untuk menilai risiko tersembunyi yang terkait dengan penghindaran pajak. Investor disarankan untuk tidak hanya bergantung pada skor ESG dan tetap melakukan analisis mendalam terhadap fundamental keuangan dan praktik tata kelola perusahaan secara spesifik.
- **Bagi Perusahaan (Manajemen):** Hasil ini menunjukkan bahwa investasi pada kinerja ESG mungkin belum secara langsung "dihargai" oleh pasar saham Indonesia dalam bentuk mitigasi risiko. Perusahaan tidak bisa hanya berasumsi bahwa skor ESG yang tinggi akan otomatis meningkatkan kepercayaan investor. Manajemen perlu lebih proaktif dalam mengkomunikasikan bagaimana praktik ESG terintegrasi dengan strategi inti perusahaan dan manajemen risiko.
- **Bagi Regulator dan Pembuat Kebijakan (OJK/BEI):** Temuan ini menyoroti perlunya upaya berkelanjutan untuk meningkatkan literasi dan kesadaran ESG di kalangan investor dan emiten. Jika pasar (investor) belum merespons sinyal ESG, regulator mungkin perlu mempertimbangkan insentif atau regulasi yang lebih jelas untuk mendorong adopsi ESG yang substantif, agar pelaporan ESG tidak hanya menjadi formalitas belaka

KESIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh penghindaran pajak terhadap risiko penurunan harga saham, serta menguji peran kinerja keberlanjutan (ESG) dalam memoderasi hubungan tersebut pada perusahaan di Indonesia periode 2018-2023. Kontribusi utama penelitian ini adalah menjadi salah satu studi pertama di Indonesia yang menguji peran moderasi kinerja keberlanjutan. Dengan menggunakan data panel 156 perusahaan, penelitian ini menemukan dua kesimpulan utama. Pertama, penghindaran pajak tidak terbukti berpengaruh signifikan terhadap risiko penurunan harga saham. Kedua, kinerja keberlanjutan (ESG) juga tidak terbukti memoderasi hubungan antara penghindaran pajak dan risiko penurunan harga saham. Temuan kolektif ini memberikan refleksi penting: dalam konteks pasar modal Indonesia selama periode studi, sinyal yang dikirimkan—baik sinyal negatif (penghindaran pajak) maupun sinyal positif (kinerja ESG)—tampaknya belum menjadi faktor pertimbangan utama bagi investor dalam menilai risiko. Oleh karena itu, penelitian ini berimplikasi pada perlunya peningkatan literasi dan kesadaran ESG, baik bagi investor maupun emiten, agar pengungkapan ESG dapat menjadi alat mitigasi risiko yang efektif di masa depan.

Penelitian mendatang disarankan untuk memperluas periode penelitian atau menggunakan sampel diluar perusahaan konvensional. Saran lain bisa menggunakan proksi (ukuran) yang berbeda untuk variabel penghindaran pajak (misalnya, *Book-Tax Difference* jangka panjang) dan risiko penurunan harga saham (misalnya, ukuran yang berfokus pada volatilitas ekstrem), lalu juga bisa menguji proksi kinerja keberlanjutan secara terpisah untuk mengidentifikasi dimensi mana yang mungkin memiliki dampak yang lebih spesifik.

REFERENSI

- Alsaadi, A. (2020). Financial-tax reporting conformity, tax avoidance and corporate social responsibility. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 18(3), 639–659.
<https://doi.org/10.1108/JFRA-10-2019-0133>
- Chen, J., Hong, H., & Stein, J. C. (2001). Forecasting crashes: Trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices. *Journal of Financial Economics*, 61(3), 345–381.

- Drake, K. D., Lusch, S. J., & Stekelberg, J. (2019). Does Tax Risk Affect Investor Valuation of Tax Avoidance? *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 34(1).
<https://doi.org/10.1177/0148558X17692674>
- Ekasari Harmadji, D., Subroto, B., Saraswati, E., & Prihatiningtias, Y. W. (2018). From Theory to Practice of Signaling Theory: Sustainability Reporting Strategy Impact on Stock Price Crash Risk with Sustainability Reporting Quality as Mediating Variable. *KnE Social Sciences*, 3(10). <https://doi.org/10.18502/kss.v3i10.3411>
- Elamer, A. A., Boulhaga, M., & Ibrahim, B. A. (2024). Corporate tax avoidance and firm value: The moderating role of environmental, social, and governance (ESG) ratings. *Business Strategy and the Environment*, 33(7), 7446–7461.
<https://doi.org/10.1002/bse.3881>
- Garg, M., Khedmati, M., Meng, F., & Thoradeniya, P. (2022). Tax avoidance and stock price crash risk: mitigating role of managerial ability. *International Journal of Managerial Finance*, 18(1), 1–27. <https://doi.org/10.1108/IJMF-03-2020-0103>
- Gormley, T. A., Gupta, V. K., Matsa, D. A., Mortal, S. C., & Yang, L. (2023). The Big Three and board gender diversity: The effectiveness of shareholder voice. *Journal of Financial Economics*, 149(2), 323–348. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2023.04.001>
- Gregorius Jeandry, & Nurdin. (2023). the Moderating Role of Esg Disclosure on Firm Strategy and Stock Price Crash Risk. *Jurnal Riset Akuntansi Dan Bisnis Airlangga*, 8(2), 1578–1601. <https://doi.org/10.20473/jraba.v8i2.45562>
- Habib, A., & Hasan, M. M. (2016). Auditor-provided tax services and stock price crash risk. *Accounting and Business Research*, 46(1), 51–82.
<https://doi.org/10.1080/00014788.2015.1035222>
- Habib, A., & Hasan, M. M. (2017). Managerial ability, investment efficiency and stock price crash risk. *Research in International Business and Finance*, 42, 262–274.
<https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.048>
- Hanlon, M., Heitzman, S., Long, J., Maydew, E., Mills, L., Omer, T., Rego, S., Shackelford, D., Shevlin, T., Slemrod, J., Smith, C., Weber, D., Wilson, R., Zimmerman, J., & Zodrow, G. (2010). *A Review of Tax Research*.
- Hanlon, M., & Slemrod, J. (2009). What does tax aggressiveness signal? Evidence from stock price reactions to news about tax shelter involvement. *Journal of Public Economics*, 93(1–2), 126–141. <https://doi.org/10.1016/j.jpubeco.2008.09.004>
- Khoirunnisa, L. O., & Suwardi, E. (2024). Kemampuan Manajerial dan Kompensasi Manajemen terhadap Penghindaran Pajak dengan Kualitas Audit sebagai Moderasi. *ABIS: Accounting and Business Information Systems Journal*, 12(3), 156.
<https://doi.org/10.22146/abis.v12i3.93343>
- Kim, J. B., & Zhang, L. (2016). Accounting Conservatism and Stock Price Crash Risk: Firm-level Evidence. *Contemporary Accounting Research*, 33(1).
<https://doi.org/10.1111/1911-3846.12112>
- Kim, M., & Him, H. (2015). *Tax Avoidance, Information Quality and Crash Risk*.
- Lins, K. V., Servaes, H., & Tamayo, A. (2017). Social Capital, Trust, and Firm Performance: The Value of Corporate Social Responsibility during the Financial Crisis. *Journal of Finance*, 72(4), 1785–1824. <https://doi.org/10.1111/jofi.12505>
- Pratiwi, I. S., & Siregar, S. V. (2019). The effect of corporate social responsibility on tax avoidance and earnings management: The moderating role of political connections. *International Journal of Business*, 24(3), 229–248.
- Santoso, A. N. M. P., & Firmansyah, A. (2024). Strategi Penghindaran Pajak: Dampaknya Terhadap Biaya Utang dan Implikasi Audit. *Substansi: Sumber Artikel Akuntansi Auditing Dan Keuangan Vokasi*, 8(2), 66–81.
- Stern, N., Stiglitz, J., & Taylor, C. (2022). The economics of immense risk, urgent action and radical change: towards new approaches to the economics of climate change. *Journal of Economic Methodology*, 29(3), 181–216.
<https://doi.org/10.1080/1350178X.2022.2040740>

- 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>
- Thomsen, M., & Watrin, C. (2018). Tax avoidance over time: A comparison of European and U.S. firms. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 33(November), 40–63. <https://doi.org/10.1016/j.intaccudtax.2018.11.002>
- Tjahjadi, B., Soewarno, N., & Mustikaningtiyas, F. (2021). Good corporate governance and corporate sustainability performance in Indonesia: A triple bottom line approach. *Heliyon*, 7(3), e06453. <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2021.e06453>
- Wang, Z., Xie, Z., & Chen, C. (2022). Executives with Economic Management Education Backgrounds and Stock Price Crash Risk: Evidence from Chinese A-share Markets. *Emerging Markets Finance and Trade*, 58(10).
<https://doi.org/10.1080/1540496X.2021.2009798>
- Widyawati, L. (2020). A systematic literature review of socially responsible investment and environmental social governance metrics. *Business Strategy and the Environment*, 29(2), 619–637. <https://doi.org/10.1002/bse.2393>