



## APAKAH PENGHINDARAN PAJAK PERUSAHAAN MENJELASKAN EFISIENSI INVESTASI? BUKTI DARI EKONOMI BERKEMBANG

Putu Agus Ray Karunia<sup>1</sup> Gede Sri Darma<sup>2</sup>

### Article history:

Submitted: 30 Juli 2021

Revised: 6 Agustus 2021

Accepted: 13 September 2021

### Keywords:

Tax Avoidance;  
Corporate Tax;  
Investment Efficiency;  
Corporate Governance;  
Emerging Economy.

### Kata Kunci:

Penghindaran Pajak;  
Pajak Perusahaan;  
Efisiensi Investasi;  
Tata Kelola Perusahaan;  
Ekonomi Berkembang.

### Koresponding:

Universitas Pendidikan  
Nasional, Bali, Indonesia  
Email: [raykanunia@gmail.com](mailto:raykanunia@gmail.com)

### Abstract

*The purpose of this study is to determine whether corporate tax avoidance can explain efficiency in investment, based on emerging economies. This study uses secondary data in the form of annual reports or financial statements of companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) and publications on the pages of each company. The research period is three years (2017-2019). This research uses descriptive statistical analysis and linear regression which is analyzed using EViews. The results of this study are the relationship of tax avoidance has a significant positive effect on investment inefficiency, then the quality of financial statements and corporate governance in the company has a significant negative effect on investment inefficiency. Good quality of financial reports as a moderating variable can weaken the relationship between tax avoidance and investment inefficiency. Meanwhile, the moderating effect of corporate governance on tax avoidance on investment inefficiency does not have a significant effect. This means that corporate governance does not weaken the relationship between tax avoidance and investment inefficiency.*

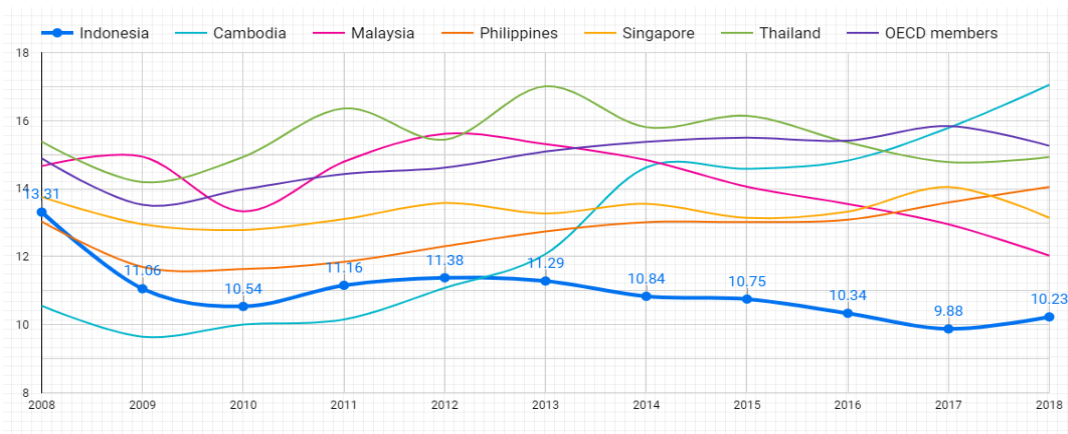
### Abstrak

Tujuan penelitian ini untuk mengetahui apakah penghindaran pajak perusahaan dapat menjelaskan efisiensi dalam investasi, berdasarkan *emerging economy*. Penelitian ini menggunakan data sekunder berupa laporan tahunan atau laporan keuangan perusahaan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) dan publikasi pada laman masing-masing perusahaan tersebut. Jangka waktu penelitian adalah tiga tahun (2017-2019). Penelitian ini menggunakan analisis statistik deskriptif dan regresi linear yang dianalisis menggunakan EViews. Hasil dari penelitian ini adalah hubungan penghindaran pajak memiliki pengaruh positif signifikan terhadap inefisiensi investasi, kemudian kualitas laporan keuangan maupun *corporate governance* pada perusahaan memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap inefisiensi investasi. Kualitas laporan keuangan yang baik sebagai variabel pemoderasi mampu memperlemah hubungan antara penghindaran pajak dengan inefisiensi investasi. Sementara itu pengaruh moderasi *corporate governance* pada penghindaran pajak terhadap inefisiensi investasi tidak memiliki pengaruh signifikan. Ini berarti, *corporate governance* tidak memperlemah hubungan antara penghindaran pajak dengan inefisiensi investasi.

## PENDAHULUAN

Tujuan utama pendirian perusahaan adalah untuk memaksimalkan kekayaan atau nilai perusahaan (Salvatore, 2005). Jika nilai perusahaan meningkat maka kemakmuran pemegang saham juga akan meningkat, untuk mencapai tujuan tersebut *shareholders* mendelegasikan pengelolaan perusahaan kepada manajer. Manajer sebagai wakil dari pemegang saham diharapkan dapat menerapkan fungsi manajemen keuangan secara tepat karena setiap pengambilan keputusan keuangan akan mempengaruhi keputusan lain yang berdampak pada nilai perusahaan. Harjito & Martono (2013) menyatakan bahwa keputusan terpenting dalam manajemen keuangan adalah keputusan investasi karena berpengaruh langsung terhadap rentabilitas investasi dan aliran kas perusahaan di masa mendatang. Keputusan investasi hendaknya selalu mempertimbangkan prinsip biaya dan manfaat agar mampu mengelola risiko yang akan muncul di kemudian hari (Dewi & Dharma, 2019). Melakukan aktivitas investasi, perusahaan harus memiliki *free cash flows* terlebih dahulu. Namun, keberadaan *agency problems* dan lemahnya *corporate governance* menyebabkan akses perusahaan ke pembiayaan eksternal menjadi terbatas sehingga pendanaan untuk investasi akan sangat bergantung pada *cash flows* yang dihasilkan secara internal (Bhabra *et al.*, 2018).

Khurana *et al.*, (2018) menyatakan bahwa salah satu kesempatan perusahaan untuk memperoleh tambahan *free cash flows* secara internal adalah melalui penghindaran pajak. Bahkan hal ini sangat lazim dilakukan oleh perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan atau *financial constraint* (Edwards *et al.*, 2016). *Financial constraint* didefinisikan sebagai bertambahnya biaya pendanaan eksternal atau meningkatnya kesulitan untuk memperoleh pendanaan eksternal (Edwards, *et al.*, 2016). Penghematan biaya pajak juga terbukti memiliki potensi lebih kecil untuk memperburuk operasi perusahaan apabila dibandingkan dengan pemangkasan biaya lain seperti biaya iklan, biaya R&D, pengeluaran modal dan biaya pegawai (Edwards *et al.*, 2016). Robinson *et al.*, (2016) bahkan menemukan bahwa beberapa perusahaan mengkategorikan departemen pajak mereka sebagai *profit center* yang berarti *free cash flow* yang dihasilkan dari *tax planning* cukup besar untuk menjadi sumber pendanaan perusahaan, mengingat beban pajak merupakan salah satu pengurang utama pada laporan laba rugi perusahaan. *Profit center* diukur berdasarkan *revenue* yang berkontribusi ke *net income*, *tax department* yang aktif melakukan *tax planning* tentunya akan lebih mudah mengukur *performance tax department* mereka menggunakan profit center (Robinson *et al.*, 2016)



Sumber: Diolah dari worldbank.org, 2021

**Gambar 1.**  
Tax Ratio Indonesia, ASEAN, dan Rata-rata Negara Anggota OECD

Mengenai penghindaran pajak, Menteri keuangan, Sri Mulyani Indrawati seperti dilansir dalam CNBC Indonesia, Jumat, 26 Juli 2019, menilai *tax ratio* Indonesia masih berada di bawah standar regional dan global. Hal ini terbukti pada Gambar 1, jika dibandingkan dengan Malaysia, Singapura, Kamboja, Thailand, Filipina, dan rata-rata negara Organisation for Economic Co-Operation and Development (OECD), *tax ratio* Indonesia masih tertinggal. Padahal berdasarkan data UNCTAD Stat, pada tahun 2005 - 2018, investasi langsung dari luar negeri atau *Foreign Direct Investment (FDI inflows)* ke Indonesia meningkat secara signifikan dari US\$8.34 miliar (2005) ke US\$21.98 miliar (2018). Peningkatan nilai FDI tersebut seharusnya diikuti juga dengan peningkatan *tax ratio*, namun kenyataannya *tax ratio* Indonesia masih rendah.

Hal ini menggambarkan masih banyaknya potensi pajak yang belum mampu direalisasikan oleh petugas pajak, sementara itu penghindaran pajak dijadikan sebagai solusi perusahaan untuk memperoleh sumber pendanaan secara internal. Dalam pandangan tradisional, penghindaran pajak akan menurunkan penerimaan negara dan memungkinkan perusahaan menyimpan dana lebih untuk meningkatkan nilai pemegang saham (Graham & Tucker, 2006; Wilson, 2009). Namun, beberapa penelitian lanjutan justru mengasosiasikan penghindaran pajak dengan perilaku oportunistik agen yang menyebabkan meningkatnya biaya agen dan melemahnya nilai perusahaan (Hanlon & Heitzman, 2010). Bahkan, penelitian penghindaran pajak terkini masuk ke level biaya agen tipe II, dimana perilaku manajer akan menjadi lebih oportunistik apabila pemegang saham pengendali merupakan pemegang saham tunggal atau tidak tersebar (Wang *et al.*, 2020). Berdasarkan kerangka berpikir *agency theory*, keberadaan asimetri informasi antara manajer dan pemegang saham akan terus terjadi seiring dengan pemisahan fungsi pemilik dan pengelola, dimana agen selaku pengelola selalu memiliki informasi lebih banyak daripada pemilik. Jensen & Meckling (1976) pencetus *agency theory*, berargumen bahwa asimetri informasi memberikan insentif bagi manajer untuk berperilaku oportunistik melalui aktivitas untuk pemenuhan kepentingan pribadi dimana aktivitas tersebut tidak selalu bermanfaat bagi pemegang saham.

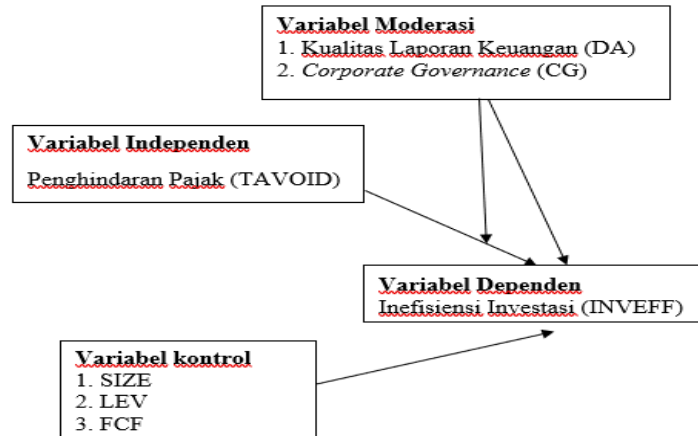
Dalam konteks investasi dan penghindaran pajak, contoh dari perilaku oportunistik ini terjadi ketika manajer menggunakan *free cash flow* dari penghindaran pajak untuk berinvestasi melebihi ukuran optimal perusahaan (*over-investment*) dengan tujuan untuk *empire building* yang meningkatkan *managerial power* serta *prestige* mereka atau justru meminimalkan investasi (*under-investment*) dengan tujuan menghindari bertambahnya *personal cost* (Aggarwal & Samwick, 2006). Untuk menutupi perilaku oportunistik tersebut, manajer cenderung akan menyusun laporan keuangan yang kurang transparan sehingga memperbesar *gap* asimetri informasi yang ada (Khurana *et al.*, 2018). Beberapa literatur menyatakan bahwa kualitas laporan keuangan memiliki hubungan negatif terhadap inefisiensi investasi baik pada kondisi *over-investment* maupun *under-investment* (Biddle *et al.*, 2009; Chen *et al.*, 2011). Artinya semakin berkualitas laporan keuangan yang dihasilkan oleh perusahaan, kecenderungan manajer untuk melakukan perilaku oportunistik akan semakin mengecil. Salah satu fenomena perilaku oportunistik agen di Indonesia dapat dilihat pada kasus Garuda Indonesia tahun 2019 lalu, yang dengan sengaja merekayasa laporan keuangan hingga berujung pada pemecatan direktur utama. Penelitian Asiri *et al.*, (2020) menemukan bahwa manajer pada lingkungan perusahaan dengan pelaporan keuangan yang tidak berkualitas memiliki peluang lebih tinggi terlibat dalam penghindaran pajak dan menggunakan dana penghematan pajak tersebut untuk mendanai investasi yang menguntungkan dirinya sendiri sehingga menyebabkan *over-investment*, atau melepaskan proyek NPV positif yang menyebabkan *under-investment*.

Selain kualitas laporan keuangan, indikator lain yang dapat mengurangi perilaku oportunistik manajer adalah *corporate governance*. Penelitian Desai & Dharmapala (2009) menyatakan bahwa penghindaran pajak yang tinggi hanya akan menguntungkan pemegang saham ketika tingkat *corporate governance* perusahaan kuat sementara di saat tingkat *corporate governance* lemah, *cash tax saving*

dari penghindaran pajak justru digunakan oleh manajer untuk meningkatkan keuntungan pribadinya alih alih untuk pemegang saham. Di sisi lain, Blaylock (2016) mencoba men-*challenge* temuan Desai & Dharmapala (2009) yang dikategorikan sebagai penelitian multi interpretasi dan memiliki *measurement errors* yang tinggi, disimpulkan bahwa tidak terdapat asosiasi antara perilaku oportunistik manajer dengan tingkat penghindaran pajak baik pada kondisi *corporate governance* yang tinggi maupun lemah, sehingga tidak berpengaruh pada performa perusahaan di masa depan maupun investasi perusahaan saat ini. Penelitian Khurana *et al.*, (2018) justru menemukan bahwa ketika penghindaran pajak meningkat, *corporate governance* yang kuat akan mendorong efisiensi investasi, sementara *corporate governance* yang lemah akan melanggengkan inefisiensi investasi. Khurana *et al.*, (2018) berargumen bahwa penelitian Blaylock (2016) memiliki permasalahan dalam pemilihan sampel observasi sehingga teori Desai & Dharmapala (2009) masih relevan hingga saat ini.

Berdasarkan hal tersebut, untuk mengetahui pengaruh penghindaran pajak terhadap kecenderungan perusahaan dalam melakukan investasi yang tidak efisien perlu dilakukan penelitian lebih lanjut khususnya dengan sampel perusahaan di Indonesia. Hal ini disebabkan karena menurut *literature review* komprehensif terkait penelitian pajak yang dilakukan oleh Wang *et al.*, (2020), terdapat beberapa peluang penelitian perpajakan yang masih perlu dilakukan, dua diantaranya adalah penghindaran pajak di negara berkembang dan penghindaran pajak yang dikaitkan dengan pengambilan keputusan manajerial. Agar mempertajam penelitian ini, peneliti menambahkan variabel kualitas laporan keuangan dan *corporate governance* untuk mengetahui efek moderasi kedua variabel tersebut melalui pengaruh penghindaran pajak terhadap efisiensi investasi. Peneliti akan menggunakan proksi Asiri *et al.*, (2020); Biddle *et al.*, (2009) dan untuk menggambarkan *investment efficiency* per spesifik industri. Penelitian untuk mengetahui asosiasi antara *investment efficiency* dan penghindaran pajak belum begitu banyak dilakukan di negara lain selain US. Sementara itu, hasil penelitian terkait efisiensi investasi dan penghindaran pajak dengan menggunakan sampel US masih menjadi perdebatan, dimana Blaylock (2016) tidak menemukan hubungan yang signifikan antara penghindaran pajak dengan efisiensi investasi, Khurana *et al.*, (2018) hanya menemukan hubungan signifikan antara penghindaran pajak dengan efisiensi investasi pada kondisi *over-investment*, sementara itu Asiri *et al.*, (2020) menemukan hubungan signifikan antara penghindaran pajak dengan efisiensi investasi pada kondisi *over-investment* maupun *under-investment*. Adapun alasan penelitian ini dilakukan di Indonesia karena Indonesia termasuk ke dalam negara *emerging markets* dan perusahaan pada *emerging markets* sangat berbeda lingkungannya apabila dibandingkan dengan perusahaan US maupun *highly developed markets* lainnya, dimana perusahaan *emerging markets* cenderung memiliki proteksi investor yang rendah, konsentrasi kepemilikan yang besar, *book-tax conformity* yang lebih tinggi dan tingkat *agency problems* dan asimetri informasi yang jauh lebih parah (Chen *et al.*, 2011; Eulaiwi *et al.*, 2020).

Penelitian ini memberikan kontribusi pada klaster literatur penghindaran pajak yang berfokus pada konsekuensi penghindaran pajak terhadap pengambilan keputusan manajerial yang dilakukan oleh Asiri *et al.*, (2020); Khurana *et al.*, (2018); Blaylock (2016); Desai & Dharmapala (2009) serta penghindaran pajak pada *emerging markets* yang dilakukan oleh Eulaiwi *et al.*, (2020); Wang *et al.*, (2020). Hasil dari penelitian ini dapat membantu para pemegang saham untuk menentukan arah kebijakan manajemen, membantu otoritas pajak untuk mendeteksi penghindaran pajak, serta membantu memberikan gambaran bagi investor terkait performa investasi di Indonesia sebagai *emerging economy country*. Kerangka konseptual dan hipotesis pada penelitian ini yakni:



**Gambar 2.**  
**Kerangka Konseptual**

Adapun hipotesis dalam penelitian ini adalah H<sub>1</sub>: Terdapat hubungan positif antara penghindaran pajak dengan inefisiensi investasi, H<sub>2</sub>: Kualitas laporan keuangan memperlemah hubungan penghindaran pajak terhadap inefisiensi investasi, H<sub>3</sub>: *Corporate governance* memperlemah hubungan penghindaran pajak terhadap inefisiensi investasi.

## METODE PENELITIAN

Populasi penelitian yakni perusahaan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI). Metode pemilihan sampel menggunakan *purposive sampling*. Data yang digunakan adalah data sekunder berupa laporan tahunan atau laporan keuangan perusahaan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) dan publikasi pada laman masing-masing perusahaan tersebut. Data yang digunakan adalah kurun waktu 2015-2019 karena variabel *Investment Efficiency* menggunakan data dua tahun sebelumnya (t-2). Alasan pemilihan perusahaan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia sebagai objek penelitian adalah karena investasi masih menjadi penopang ekonomi negara dan kunci pertumbuhan industri di Indonesia namun tidak diikuti dengan peningkatan *tax ratio*.

**Tabel 1.**  
**Hasil Purposive Sampling**

Kriteria	Total
Perusahaan terdaftar di BEI tahun 2015 s.d. 2019	668
Perusahaan dengan laporan keuangan yang tidak lengkap	51
Perusahaan yang termasuk ke dalam sektor keuangan (Jasica 8) termasuk investasi dan asuransi	89
Perusahaan yang penghasilannya dikenakan PPh final	103
Perusahaan dengan nilai <i>pre-tax profits</i> negatif	230
Perusahaan dengan LK selain rupiah	50
Perusahaan yang tidak memiliki kelengkapan data variabel yang diteliti	65
Total sampel	80
Jumlah tahun	3
Jumlah data	240

Sumber: Data diolah, 2021

Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Investment Inefficiency* (INVEFF). *Investment Inefficiency* (INVEFF) dihitung mengikuti Asiri *et al.*, (2020); Biddle *et al.*,

*Apakah Penghindaran Pajak Perusahaan Menjelaskan Efisiensi Investasi? Bukti Dari Ekonomi Berkembang*, Putu Agus Ray Karunia dan Gde Sri Darma

(2009), yaitu dengan menggunakan nilai estimasi model investasi spesifik perusahaan sebagai fungsi peluang pertumbuhan yang diukur dengan pertumbuhan penjualan (*revenue growth*). *Revenue growth* diukur melalui pengurangan penjualan pada tahun t-1 dengan t-2. Investasi estimasi diukur dengan penjumlahan beban R&D, *capital expenditure* dan *acquisition expenditure* dikurangi dengan cash dari penjualan PPE lalu dibagi dengan total aset pada t-1. Berikut adalah persamaan pengukurannya:

$$INVEFF_{i,t} = \alpha + \beta_1 REVGRWTH\%_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (1)$$

Keterangan:

$INVEFF_{i,t}$  = (R&D *expenditure*  $_{i,t}$  + *Capital Expenditure*  $_{i,t}$  + *Acquisition Expenditure*  $_{i,t}$  - *Cash* dari penjualan PPE) :  $ASSETS_{i,t-1}$

$REVGRWTH_{i,t-1}$  =  $firms\ sales_{t-1} - firms\ sales_{t-2}$

Variabel bebas dalam penelitian ini merupakan penghindaran pajak (*tax avoidance*). *Tax Avoidance* telah diimplementasikan pada penelitian-penelitian sebelumnya (Asiri *et al.*, 2020; Blaylock, 2016; Dyreng *et al.*, 2010; Khurana *et al.*, 2018). Setiap pengukuran penghindaran pajak merefleksikan sebuah perencanaan pajak dengan menurunkan kewajiban pajak. Dalam penelitian ini penghindaran pajak (TAVOID) diukur dengan proksi GAAP ETR. Hanlon dan Heitzman (2010) menyatakan bahwa *accounting ETR* atau *Generally Accepted Accounting Principles Effective Tax Rates* (GAAP ETR), merupakan komponen akuntansi untuk pajak penghasilan yang terdiri dari beban pajak kini dan beban pajak tangguhan. GAAP ETR dihitung berdasarkan total beban pajak (yang terdiri dari pengeluaran pajak kini dan tangguhan) dibagi dengan *pretax book income*. GAAP ETR yang lebih rendah akan menggambarkan jumlah penghindaran pajak yang lebih tinggi (Dyreng *et al.*, 2010). Berikut adalah persamaan pengukurannya

*Total Tax Expense*  $_{i,t}$

$$TAVOID_{i,t} = \frac{Pretax\ Income_{i,t}}{\dots \dots \dots} \dots \dots \dots (2)$$

Keterangan:

$TAVOID_{i,t}$  = penghindaran pajak perusahaan i pada tahun t

*Total Tax Expense*  $_{i,t}$  = beban pajak kini  $_{i,t}$  + beban pajak tangguhan  $_{i,t}$

*Pretax Income*  $_{i,t}$  = laba sebelum pajak perusahaan i pada tahun t

Adapun variabel moderasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah variabel kualitas laporan keuangan dan *corporate governance* yang sama-sama akan diukur terkait interaksinya dengan penghindaran pajak. Salah satu proksi yang banyak digunakan dalam mengukur kualitas laporan keuangan adalah pengukuran diskresi akrual (DA) dengan menggunakan Modified-Jones (Jones, 1991); (Kamila, 2014). Pengukuran ini muncul berdasarkan pemahaman bahwa akrual meningkatkan tingkat manfaat informasi dari laba dengan mengeluarkan fluktuasi arus kas yang sifatnya transitori. Persamaan 3 adalah persamaan pengukurannya, Nilai residual pada persamaan tersebut kemudian diabsolutkan, dan digunakan sebagai pengukuran kualitas laporan keuangan.

$$DA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 (\Delta SALES_{i,t} - \Delta AR_{i,t}) + \beta_2 PPE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (3)$$

Keterangan:

$DA_{i,t}$  = Total akrual perusahaan i pada tahun t, yaitu selisih antara laba sebelum pos luar biasa dan operasi yang dihentikan dengan arus kas dari operasi dibagi *lagged total asset*

$\Delta SALES_{i,t}$  = Perubahan pendapatan penjualan untuk perusahaan i pada tahun t dibagi dengan total aset tahun sebelumnya

$\Delta AR_{i,t}$  = Perubahan piutang dagang perusahaan i tahun t dengan t-1 dibagi *lagged total asset*

$PPE_{i,t}$  = Nilai kotor aset tetap perusahaan i pada tahun t dibagi *lagged total asset*

$\varepsilon_{i,t}$  = Diskresi akrual perusahaan i pada tahun t

Variabel *corporate governance* diwakilkan dengan variabel *product market competition*. Sementara itu, proksi untuk mengukur kekuatan pasar pada penelitian ini adalah modifikasi *Price-Cost Margin* (PCM) sebagaimana yang digunakan oleh Peress (2010); Kubick *et al.*, (2015). *Price-Cost Margin* atau *Lerner Index* dihitung dengan cara membagi *operating profit* dengan penjualan. Berikut adalah persamaan pengukurannya

$$CG_{i,t} = - \text{Industry Average PCM} \dots \dots \dots (4)$$

Keterangan:  $\frac{\text{Operating Profit}_{i,t}}{\text{Sales}_{i,t}}$   
 $CG_{i,t}$  = modifikasi *Price-Cost Margin* perusahaan i pada tahun t  
 $\text{Operating Profit}_{i,t} = \text{Sales}_{i,t} - \text{COGS}_{i,t} - \text{Sales Expense}_{i,t} - \text{General and Administration Expense}_{i,t}$   
 (jika COGS, *Sales Expense*, *G&A Expense* tidak ada maka *Operating Profit* adalah Laba Operasi setelah penyusutan)  
*Industry Average PCM* = Rata-rata PCM di industri (2 digit Jasica)

Dalam penelitian ini digunakan tiga variabel kontrol yang direpresentasikan oleh ukuran perusahaan (*SIZE*), *leverage* (*LEV*), dan *Free Cash Flow* (*FCF*). Ukuran perusahaan (*SIZE*) berfungsi sebagai efek ukuran perusahaan terhadap inefisiensi investasi. Ukuran perusahaan diukur melalui logaritma natural atas total aset (Asiri *et al.*, 2020). Pengungkit (*LEV*) dimasukkan ke dalam variabel pengendali karena menggambarkan banyaknya utang yang dimiliki oleh perusahaan sebagai instrumen pendanaannya yang diukur dengan rasio total utang jangka panjang dibagi dengan total aset tahun sebelumnya (Khurana *et al.*, 2018). *FCF* diukur dengan arus kas operasi tahun berjalan dikurangi dengan pengeluaran modal tahun berjalan, kemudian hasilnya dibagi dengan total aset tahun sebelumnya (Kubick *et al.*, 2015).

**HASIL DAN PEMBAHASAN**

**Tabel 2.**  
**Hasil Statistik Deskriptif**

Variable	Obs	Mean	Median	Std. Dev	Max	Min
INVEFF	240	0.055241	0.036060	0.129986	1.747900	0.000600
TAVOID	240	-0.310038	-0.257302	0.178576	-0.059295	-1.546927
DA	240	-0.056788	-0.035665	0.087511	-1.00E-05	-1.157220
CG	240	8.10E-19	0.021106	0.092159	0.191631	-0.326646
SIZE	240	23.11979	24.64052	5.525053	31.43096	12.59692
LEV	240	0.136293	0.106246	0.120392	0.630783	0.000250
FCF	240	0.074530	0.062537	0.110281	0.543079	-0.341779

Sumber: Data diolah, 2021

Dari Tabel 2 dapat melihat bahwa nilai rata-rata *Investment Inefficiency* (*INVEFF*) sampel penelitian ini sebesar 0,055241. Standar deviasi adalah 0,129986. Nilai tertinggi dari *INVEFF* adalah 1,747900, sedangkan nilai terendahnya adalah 0,000600. Penghindaran pajak (*TAVOID*) memiliki nilai rata-rata sebesar -0,310038 (data dikalikan dengan -1 untuk menyesuaikan makna penghindaran pajak). Standar deviasi dari *TAVOID* adalah 0,178576. Nilai rata-rata kualitas laporan keuangan (*DA*) dari sampel penelitian ini adalah -0,056788 (data *DA* dikalikan dengan -1 untuk menyesuaikan makna kualitas laporan keuangan). Standar deviasi dari *DA* adalah 0,087511. Nilai tertinggi dari *DA* adalah -1,00E-05, sedangkan nilai terendahnya adalah -1,157220. Sementara itu, nilai rata-rata *corporate*

*governance* (CG) berada di 8,10E-19 (data PCM sebagai proksi CG juga dikalikan dengan -1 untuk menyesuaikan makna CG). Hal ini menandakan kekuatan pasar dari sampel penelitian ini relatif rendah yang artinya persaingan cukup kompetitif dimana *corporate governance* pada sample ini cukup kuat. Standar deviasi dari CG adalah 0,0922. Nilai tertinggi dari CG adalah 0,1916, sedangkan nilai terendahnya adalah -0,3266. Ukuran perusahaan (SIZE) memiliki rata-rata sebesar 23,11979. Standar deviasi dari SIZE adalah 5,525053. Nilai tertinggi dari SIZE adalah 31,43096, sedangkan nilai terendahnya adalah 12,59692. *Leverage* (LEV) memiliki nilai rata-rata sebesar 0,136293. Standar deviasi dari LEV adalah 0,120392. Nilai tertinggi dari LEV adalah 0,630783, sedangkan nilai terendahnya adalah 0,000250. Nilai rata-rata *Free Cash Flow* (FCF) berada sedikit di atas nol yaitu 0,074530. FCF memiliki standar deviasi sebesar 0,110281. Nilai tertinggi dari FCF adalah 0,543079, sedangkan nilai terendahnya adalah -0,341779.

Model untuk menguji pengaruh penghindaran pajak, kualitas laporan keuangan, dan *corporate governance* terhadap *investment inefficiency* selanjutnya disebut Model 1. Untuk menentukan model regresi yang akan digunakan, pertama-tama dilakukan uji *Chow*. Untuk melakukan uji *Chow*, persamaan regresi dijalankan dengan model *fixed effects*. Hasil uji *Chow* ditunjukkan pada Tabel 3.

**Tabel 1.**  
**Hasil Uji *Chow* Model 1**

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	1.845922	79,154	0.0006
Cross-section Chi-Square	159.901379	79	0.0000

Sumber: Data diolah, 2021

Hasil uji *Chow* menunjukkan bahwa nilai probabilitas *cross-section Chi-square* sebesar 0,0000. Nilai probabilitas *cross-section Chi-square* berdasarkan uji *Chow* ini lebih rendah daripada  $\alpha$  ( $\alpha = 0,05$ ). Karenanya,  $H_0$  uji *Chow* ditolak. Dengan demikian, berdasarkan uji *Chow*, data ini direkomendasikan untuk diregresikan dengan menggunakan model *fixed effects*. Langkah berikutnya, dilakukan uji *Hausman*. Untuk melakukan uji *Hausman*, persamaan regresi dijalankan dengan menggunakan model *random effects*. Hasil uji *Hausman* ditunjukkan pada Tabel 4.

**Tabel 2.**  
**Hasil Uji *Hausman* Model 1**

Test Summary	Chi-Sq Statistic	Chi-Sq. d.f	Prob.
Cross-section random	36.515112	6	0.0000

Sumber: Data diolah, 2021

Uji *Hausman* menunjukkan bahwa probabilitas *cross-section random* bernilai 0,0000. Nilai probabilitas *cross-section random* ini lebih rendah daripada  $\alpha$  ( $\alpha = 0,05$ ). Karena signifikan, uji *Hausman* merekomendasikan agar data ini diolah dengan menggunakan model *fixed effects*. Langkah terakhir dalam penentuan model regresi adalah melakukan uji *Lagrange Multiplier*. Untuk melakukan uji *Lagrange Multiplier*, data dijalankan dengan model *common effects*. Hasil uji *Lagrange Multiplier* ditunjukkan pada Tabel 5.



**Tabel 3.**  
**Hasil Uji Lagrange Multiplier Model 1**

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	1.515529 (0.2183)	0.947665 (0.3303)	2.463194 (0.1165)

Sumber: Data diolah, 2021

Hasil uji *Lagrange Multiplier* menunjukkan bahwa nilai probabilitas *Breusch-Pagan* pada kolom *both* lebih tinggi daripada  $\alpha$  ( $\alpha = 0,05$ ). Karenanya,  $H_0$  uji *Lagrange Multiplier* diterima. Dengan demikian, berdasarkan uji *Lagrange Multiplier*, data ini direkomendasikan untuk diregresikan dengan menggunakan model *common effects*. Hasil uji *Chow* dan uji *Hausman* merekomendasikan agar data diregresikan dengan model *fixed effects*. Sementara itu, hasil uji *Lagrange Multiplier* merekomendasikan agar data diregresikan dengan model *common effects*. Karena dua dari tiga pengujian merekomendasikan data penelitian ini untuk diolah dengan menggunakan model *fixed effects*, maka model regresi yang akan digunakan untuk menguji pengaruh penghindaran pajak, kualitas laporan keuangan, dan *corporate governance* terhadap *investment inefficiency* adalah model *fixed effects*.

Uji asumsi klasik yang pertama dilakukan adalah uji autokorelasi. Untuk mengetahui keberadaan masalah autokorelasi, penelitian ini digunakan uji *Breusch-Godfrey Serial Correlation LM*. Pengujian ini dilakukan menggunakan aplikasi EViews 10 pada menu *residual diagnostic–Serial Correlation LM Test*. Hasil uji *Breusch-Godfrey Serial Correlation LM* dapat dilihat pada Tabel IV.6.

**Tabel 4.**  
**Hasil Uji Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Model 1**

Bruesch-Godfrey Serial Correlation LM Test			
F-Statistic	2.070749	Prob. F(2,231)	0.1284
Obs*R-Squared	4.227070	Prob. Chi-Square (2)	0.1208

Sumber: Data diolah, 2021

Hasil uji *Breusch-Godfrey Serial Correlation LM* menghasilkan *p value* dari *Chi-Square(2)* sebesar 0,1208. *P value* dari *Chi-Square(2)* ini lebih tinggi daripada 0,05. Karena *prob. >  $\alpha$*  ( $\alpha = 0,05$ ), hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat masalah autokorelasi pada model.

Pengujian asumsi klasik berikutnya adalah uji heteroskedastisitas. Penelitian ini menggunakan uji *Glejser* untuk menguji asumsi heteroskedastisitas. Uji *Glejser* dilakukan dengan meregresikan variabel-variabel bebas terhadap nilai absolut residualnya (Gujarati & Porter, 2015). ]

**Tabel 5.**  
**Hasil Uji Glejser Model 1**

Bruesch-Godfrey Serial Correlation LM Test			
F-Statistic	27.83245	Prob. F(6,233)	0.0000
Obs*R-Squared	100.1982	Prob. Chi-Square (6)	0.0000
Scaled explained SS	149.8852	Prob. Chi-Square (6)	0.0000

Sumber: Data diolah, 2021

Hasil uji *Glejser* menghasilkan probabilitas di bawah 0,05. Karena  $prob. < \alpha$ , maka  $H_0$  uji *Glejser* diterima. Dengan kata lain, hasil uji *Glejser* menunjukkan bahwa terdapat masalah heteroskedastisitas pada model.

Pengujian asumsi klasik terakhir adalah uji multikolinearitas. Uji multikolinearitas dilakukan dengan uji variance inflation factors (VIF). Pengujian ini dilakukan dengan menggunakan aplikasi EViews 10 dengan menu *view-coefficient diagnostics-variance inflation factors*. Hasil uji VIF ditunjukkan pada Tabel 8.

**Tabel 6.**  
**Hasil Uji VIF Model 1**

Variabel	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
C	0.000639	24.59590	NA
TAVOID	0.000950	4.676419	1.161299
DA	0.002586	1.497460	1.052425
CG	0.003808	1.239339	1.239339
SIZE	9.09E-07	19.76274	1.063450
LEV	0.002019	2.564675	1.121433
FCF	0.002781	1.890395	1.295998

Sumber: Data diolah, 2021

Jika terdapat variabel yang memiliki nilai *centered* VIF di atas 10, maka terjadi masalah multikolinearitas pada model penelitian ini. Hasil uji VIF pada Tabel IV.8 menunjukkan bahwa tidak terdapat variabel yang memiliki nilai *centered* VIF di atas 10. Dengan demikian, tidak terdapat masalah multikolinearitas pada model penelitian ini. Berdasarkan uji asumsi klasik, model penelitian ini mengalami masalah heteroskedastisitas. Sementara itu, model penelitian ini terbebas dari masalah autokorelasi dan multikolinearitas.

Sesuai dengan uji pemilihan model, Model 1 diregresikan dengan model *fixed effects*. Berdasarkan hasil uji asumsi klasik, Model 1 mengalami masalah heteroskedastisitas. Menurut IHS Global Inc., (2017) masalah heteroskedastisitas ini dapat diatasi dengan menggunakan *Generalized Least Square* (GLS) dan *Panel-Corrected Standard Error* (PCSE). Karena jumlah *cross-section* (N) lebih besar daripada *period* (T), maka efek *fixed* diberikan kepada *period*. GLS *Weights* dan *Coef covariance method* yang digunakan adalah *period* SUR dan *White period* karena  $T < \frac{1}{2} N$ . Selain itu, alasan lain mengapa prosedur *White* yang dipilih adalah prosedur *White* digunakan untuk melakukan koreksi terhadap heteroskedastisitas pada model yang telah dispesifikasi dengan benar (Ariefanto, 2012). Hasil regresi ditunjukkan pada Tabel 10.

**Tabel 9.**  
**Weighted Statistics Model 1**

R-squared	0.623470	Mean dependent var	0.661946
Adjusted R-squared	0.610430	S.D. dependent var	1.627238
S.E. of regression	1.015957	Sum squared resid	238.4310
F-statistic	47.81208	Durbin-Watson stat	2.017169
Prob (F-statistic)	0.000000		
<b>Unweighted Statistics</b>			
R-squared	0.638875	Mean dependent var	0.055241
Sum squared resid	1.458300	Durbin-Watson stat	2.102636

Sumber: Data diolah, 2021

Hasil *weighted statistics* pada Tabel 9 menunjukkan bahwa model ini memiliki *Adjusted R-squared* sebesar 0,610430. Dengan demikian inefisiensi investasi mampu dijelaskan oleh variabel bebas dan variabel kontrol sebesar 61,04%. Adapun sisanya 38,96% dijelaskan oleh faktor-faktor lain di luar model penelitian.

**Tabel 10.**  
**Hasil Regresi Model 1**

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistics	Prob.
C	-0.022854	0.029774	-0.767586	0.4435
TAVOID	0.058793	0.032227	1.824344	0.0694
DA	-1.148698	0.235687	-4.873831	0.0000
CG	-0.172372	0.079549	-2.166855	0.0313
SIZE	0.001005	0.001056	0.951532	0.3423
FCF	-0.022132	0.080166	-0.276244	0.7826
LEV	0.069783	0.042675	1.635211	0.1034

Sumber: Data diolah, 2021

Pengujian Pengaruh Penghindaran Pajak terhadap Inefisiensi Investasi. Hipotesis pertama dalam penelitian ini memberikan dugaan sementara terhadap pengaruh penghindaran pajak terhadap inefisiensi investasi. *Null hypothesis* dan hipotesis alternatif pada hipotesis ini adalah sebagai berikut:  $H_{01}$  : penghindaran pajak tidak berpengaruh terhadap inefisiensi investasi,  $H_{a1}$  : penghindaran pajak berpengaruh positif terhadap inefisiensi investasi

Berdasarkan Tabel 10, variabel penghindaran pajak memiliki nilai *coefficient* sebesar 0,058793 dan nilai *Prob.* sebesar 0,0694. Karena  $H_{a1}$  telah menentukan arah pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat (*one tailed*), maka nilai *Prob.* dibagi 2 (dua) menjadi sebesar 0,0347 (Field, 2017). Nilai *Prob.* (0,0347) lebih kecil dari nilai  $\alpha$  (0,05) dan *coefficient* bernilai positif yang sesuai dengan  $H_{a1}$ , maka  $H_{a1}$  diterima dan  $H_{01}$  ditolak. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa penghindaran pajak berpengaruh positif signifikan terhadap inefisiensi investasi.

Model untuk menguji pengaruh moderasi kualitas laporan keuangan (DA) dan *corporate governance* (CG) pada penghindaran pajak (TAVOID) terhadap *Investment Inefficiency* (INVEFF) selanjutnya disebut Model 2. Untuk menentukan model regresi yang akan digunakan, pertama-tama dilakukan uji *Chow*. Untuk melakukan uji *Chow*, persamaan regresi dijalankan dengan model *fixed effects*. Hasil uji *Chow* ditunjukkan pada Tabel 11.

**Tabel 11.**  
**Hasil Uji Chow Model 2**

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	1.930745	(79,152)	0.0003
Cross-section Chi-Square	166.772469	79	0.0000

Sumber: Data diolah, 2021

Hasil uji *Chow* menunjukkan bahwa nilai probabilitas *cross-section Chi-square* sebesar 0,0000. Nilai probabilitas *cross-section Chi-square* berdasarkan uji *Chow* ini lebih rendah daripada  $\alpha$  ( $\alpha = 0,05$ ). Karenanya,  $H_0$  uji *Chow* ditolak. Dengan demikian, berdasarkan uji *Chow*, data ini direkomendasikan untuk diregresikan dengan menggunakan model *fixed effects*. Langkah berikutnya, dilakukan uji *Hausman*. Untuk melakukan uji *Hausman*, persamaan regresi dijalankan dengan menggunakan model *random effects*. Hasil uji Hausman ditunjukkan pada Tabel 12.

**Tabel 12.**  
**Hasil Uji Hausman Model 2**

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	38.535413	8	0.0000

Sumber: Data diolah, 2021

Uji *Hausman* menunjukkan bahwa probabilitas *cross-section random* bernilai 0,0000. Nilai probabilitas *cross-section random* ini lebih rendah daripada  $\alpha$  ( $\alpha = 0,05$ ). Karena signifikan, uji *Hausman* merekomendasikan agar data ini diolah dengan menggunakan model *fixed effects*. Langkah terakhir dalam penentuan model regresi adalah melakukan uji *Lagrange Multiplier*. Untuk melakukan uji *Lagrange Multiplier*, data dijalankan dengan model *common effects*. Hasil uji *Lagrange Multiplier* ditunjukkan pada Tabel 13.

**Tabel 13.**  
**Hasil Uji Lagrange Multiplier Model 2**

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	2.107175 (0.1466)	0.430524 (0.5117)	2.537698 (0.1112)

Sumber: Data diolah, 2021

Hasil uji *Lagrange Multiplier* menunjukkan bahwa nilai probabilitas *Breusch-Pagan* pada kolom *both* lebih tinggi daripada  $\alpha$  ( $\alpha = 0,05$ ). Karenanya,  $H_0$  uji *Lagrange Multiplier* diterima. Dengan demikian, berdasarkan uji *Lagrange Multiplier*, data ini direkomendasikan untuk diregresikan dengan menggunakan model *common effects*. Hasil uji *Chow* dan uji *Hausman* merekomendasikan agar data diregresikan dengan model *fixed effects*. Sementara itu, hasil uji *Lagrange Multiplier* merekomendasikan agar data diregresikan dengan model *common effects*. Karena dua dari tiga pengujian merekomendasikan data penelitian ini untuk diolah dengan menggunakan model *fixed effects*, maka model regresi yang akan digunakan untuk menguji pengaruh moderasi kualitas laporan keuangan (DA) dan *corporate governance* (CG) pada penghindaran pajak (TAVOID) terhadap *Investment Inefficiency* (INVEFF) adalah model *fixed effects*.

Uji asumsi klasik yang pertama dilakukan adalah uji autokorelasi. Untuk mengetahui keberadaan masalah autokorelasi, penelitian ini digunakan uji *Breusch-Godfrey Serial Correlation LM*. Pengujian ini dilakukan menggunakan aplikasi EViews 10 pada menu *residual diagnostic-Serial Correlation LM Test*. Hasil uji *Breusch-Godfrey Serial Correlation LM* dapat dilihat pada Tabel 14.

**Tabel 7.**  
**Hasil Uji Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Model 2**

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test			
F-Statistic	1.367511	Prob. F(2,229)	0.2568
Obs*R-Squared	2.832569	Prob. Chi-Square (2)	0.2426

Sumber: Data diolah, 2021

Hasil uji *Breusch-Godfrey Serial Correlation LM* menghasilkan *p value* dari *Chi-Square(2)* sebesar 0,2426. *P value* dari *Chi-Square(2)* ini lebih tinggi daripada 0,05. Karena *prob. > \alpha* ( $\alpha = 0,05$ ), hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat masalah autokorelasi pada model.

Pengujian asumsi klasik berikutnya adalah uji heteroskedastisitas. Penelitian ini menggunakan uji *Glejser* untuk menguji asumsi heteroskedastisitas. Uji *Glejser* dilakukan dengan meregresikan

variabel-variabel bebas terhadap nilai absolut residualnya (Gujarati & Porter, 2015). Uji *Glejser* dilakukan dengan aplikasi EViews 10 dengan menu *residual diagnostic-heteroskedasticity test-glejser*. Hasil uji *Glejser* dapat dilihat pada Tabel 15.

**Tabel 8.**  
**Hasil Uji *Glejser* Model 2**

<b>Heterosledasticity Test : Glejser</b>			
F-Statistic	20.49404	Prob. F(8,231)	0.0000
Obs*R-Squared	99.62864	Prob. Chi-Square (8)	0.0000
Scaled explained SS	145.7847	Prob. Chi-Square (8)	0.0000

*Sumber:* Data diolah, 2021

Hasil uji *Glejser* menghasilkan probabilitas di bawah 0,05. Karena  $prob. < \alpha$ , maka  $H_0$  uji *Glejser* diterima. Dengan kata lain, hasil uji *Glejser* menunjukkan bahwa terdapat masalah heteroskedastisitas pada model.

Pengujian asumsi klasik terakhir adalah uji multikolinearitas. Uji multikolinearitas dilakukan dengan uji variance inflation factors (VIF). Pengujian ini dilakukan dengan menggunakan aplikasi EViews 10 dengan menu *view-coefficient diagnostics-variance inflation factors*. Hasil uji VIF ditunjukkan pada Tabel 16.

**Tabel 9.**  
**Hasil Uji VIF Model 2**

<b>Variabel</b>	<b>Coefficient Variance</b>	<b>Uncentered VIF</b>	<b>Centered VIF</b>
C	0.000632	26.71546	NA
TAVOID	0.002105	11.37844	2.825615
DA	0.023109	10.59924	7.449216
CG	0.013564	4.849170	4.849170
TAVOID_DA	0.282745	12.44785	8.841925
TAVOID_CG	0.122109	4.916148	4.903612
SIZE	8.39E-07	20.02891	1.077773
LEV	0.001905	2.658042	1.162259
FCF	0.002536	1.893419	1.298072

*Sumber:* Data diolah, 2021

Jika terdapat variabel yang memiliki nilai *centered VIF* di atas 10, maka terjadi masalah multikolinearitas pada model penelitian ini. Hasil uji VIF pada Tabel IV.16 menunjukkan bahwa tidak terdapat variabel yang memiliki nilai *centered VIF* di atas 10. Dengan demikian, tidak terdapat masalah multikolinearitas pada model penelitian ini. Berdasarkan uji asumsi klasik, model penelitian ini mengalami masalah heteroskedastisitas. Sementara itu, model penelitian ini terbebas dari masalah autokorelasi dan multikolinearitas

Pengujian hipotesis. Sesuai dengan uji pemilihan model, Model 2 diregresikan dengan model *fixed effects*. Berdasarkan hasil uji asumsi klasik, Model 2 mengalami masalah heteroskedastisitas. Menurut IHS Global Inc., (2017) masalah heteroskedastisitas ini dapat diatasi dengan menggunakan *Generalized Least Square (GLS)* dan *Panel-Corrected Standard Error (PCSE)*. Karena jumlah *cross-section (N)* lebih besar daripada *period (T)*, maka efek *fixed* diberikan kepada *period*. *GLS Weights* dan *Coef covariance method* yang digunakan adalah *period SUR* dan *White period* karena  $T < \frac{1}{2} N$ . Selain itu, alasan lain mengapa prosedur *White* yang dipilih adalah prosedur *White* digunakan untuk

melakukan koreksi terhadap heteroskedastisitas pada model yang telah dispesifikasi dengan benar (Ariefanto, 2012). Hasil regresi ditunjukkan pada Tabel 17.

**Tabel 17.**  
**Weighted Statistics Model 2**

R-squared	0.637061	Mean dependent var	0.681365
Adjusted R-squared	0.621213	S.D. dependent var	1.656208
S.E. of regression	1.020122	Sum squared resid	238.3086
F-statistic	40.19607	Durbin-Watson stat	2.015173
Prob (F-statistic)	0.000000		
Unweighted Statistics			
R-squared	0.674784	Mean dependent var	0.055241
Sum squared resid	1.313291	Durbin-Watson stat	2.092027

Sumber: Data diolah, 2021

Tabel 17 memberikan informasi bahwa model penelitian ini memiliki nilai F hitung sebesar 40,19607 dengan  $p$  value sebesar 0,000000. Karena nilai *Prob (F-statistic)* yaitu sebesar 0,000000 lebih kecil dari nilai  $\alpha$  (0,05), maka dapat dinyatakan bahwa secara bersama-sama atau simultan variabel dalam penelitian ini berpengaruh signifikan terhadap inefisiensi investasi. Hasil *weighted statistics* pada Tabel 16 juga menunjukkan bahwa model ini memiliki *Adjusted R-squared* sebesar 0,621213. Dengan demikian inefisiensi investasi mampu dijelaskan oleh variabel bebas, variabel moderasi dan variabel kontrol sebesar 62,12%. Adapun sisanya 37,88% dijelaskan oleh faktor-faktor lain di luar model penelitian.

**Tabel 18.**  
**Hasil Regresi Model 2**

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistics	Prob.
C	-0.043897	0.033458	-1.311992	0.1908
TAVOID	-0.054235	0.047697	-1.137059	0.2567
DA	-1.743302	0.429277	-4.061020	0.0001
CG	-0.285924	0.147740	-1.935325	0.0542
TAVOID_DA	-2.224002	0.971885	-2.288337	0.0230
TAVOID_CG	-0.324634	0.294706	-1.101554	0.2718
SIZE	0.000694	0.000999	0.694620	0.4880
LEV	0.056541	0.048358	1.169198	0.2435
FCF	-0.030836	0.082201	-0.375126	0.7079

Sumber: Data diolah, 2021

Hipotesis keempat dalam penelitian ini memberikan dugaan sementara terhadap pengaruh moderasi kualitas laporan keuangan pada penghindaran pajak terhadap inefisiensi investasi. Berdasarkan Tabel 18, variabel moderasi laporan keuangan dengan penghindaran pajak memiliki nilai *coefficient* sebesar -2,224002 dan nilai *Prob.* sebesar 0,0230. Karena  $H_{a4}$  telah menentukan arah pengaruh variabel bebas terhadap variabel moderasi (*one tailed*), maka nilai *Prob.* dibagi 2 (dua) menjadi sebesar 0,0115 (Field, 2017). Nilai *Prob.* (0,0115) lebih kecil dari nilai  $\alpha$  (0,05) dan *coefficient* bernilai negatif yang sesuai dengan  $H_{a4}$ , maka  $H_{a4}$  diterima dan  $H_{04}$  ditolak. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa kualitas laporan keuangan memperlemah hubungan antara penghindaran pajak dengan inefisiensi investasi.

Hipotesis kelima dalam penelitian ini memberikan dugaan sementara mengenai pengaruh moderasi *corporate governance* pada penghindaran pajak terhadap inefisiensi investasi. Berdasarkan Tabel 18 variabel moderasi *corporate governance* dengan penghindaran pajak memiliki nilai

*Apakah Penghindaran Pajak Perusahaan Menjelaskan Efisiensi Investasi? Bukti Dari Ekonomi Berkembang, Putu Agus Ray Karunia dan Gde Sri Darma*

*coefficient* sebesar -0,324634 dan nilai *Prob.* sebesar 0,2718. Karena  $H_{a5}$  telah menentukan arah pengaruh variabel bebas terhadap variabel moderasi (*one tailed*), maka nilai *Prob.* dibagi 2 (dua) menjadi sebesar 0,1359 (Field, 2017). Nilai *Prob.* (0,1359) lebih kecil dari nilai  $\alpha$  (0,05) dan *coefficient* bernilai negatif yang tidak sesuai dengan  $H_{a4}$ , maka  $H_{a4}$  ditolak dan  $H_{04}$  diterima. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa *corporate governance* tidak memoderasi hubungan antara penghindaran pajak dengan inefisiensi investasi

Beberapa literatur telah banyak membahas mengenai perusahaan yang menggunakan *cash tax saving* dari aktivitas penghindaran pajak untuk mendanai investasi mereka. Namun, penelitian yang membahas terkait apakah *cash tax saving* tersebut digunakan untuk pendanaan investasi secara efisien baik di Indonesia maupun luar Indonesia masih terbilang sedikit. Peneliti menambahkan literatur terkait konsekuensi non pajak dari penghindaran pajak dengan menguji seberapa efisien uang yang dihasilkan secara internal ini diinvestasikan. Dari hasil pengujian ditemukan bahwa terdapat hubungan positif signifikan antara *cash tax saving* dari aktivitas penghindaran pajak dan inefisiensi investasi. Karena  $H_1$  telah menentukan arah pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat (*one tailed*) yaitu positif, maka  $H_1$  yang menyatakan bahwa “penghindaran pajak berpengaruh positif terhadap inefisiensi” diterima.

Penelitian ini juga sejalan dengan hasil dari penelitian Asiri *et al.*, (2020) yang menemukan hubungan positif signifikan antara penghindaran pajak dengan menggunakan variabel *Generally Accepted Accounting Principles Effective Tax Rates* (GAAP ETR) baik di kondisi *absolute* inefisiensi investasi (baik pada kondisi *under-investment* maupun *over-investment*). Sejalan dengan Goldman (2016), menemukan bahwa perusahaan dengan agresivitas pajak yang tinggi dan memiliki akses pendanaan cenderung untuk meningkatkan nilai investasi tahun berikutnya dibandingkan dengan perusahaan yang tidak pajak agresif.

Melalui penelitian ini, peneliti mendukung hasil penelitian terkait penghindaran pajak yang *men-generate agency cost* yang signifikan seperti pada Desai & Dharmapala, (2009). *Agency problem* ini terjadi dikarenakan perusahaan dengan penghindaran pajak agresif memiliki lebih banyak arus kas daripada perusahaan yang non-pajak agresif, namun tidak memiliki kesempatan investasi yang lebih baik. Akibatnya, perusahaan dengan penghindaran pajak agresif memiliki risiko lebih besar dalam peningkatan utilitas manajer daripada nilai pemegang saham. Sementara itu, tindakan oportunistik manajer ini akan berdampak buruk pada korporasi dimana *over-investment* berdampak pada tidak sehatnya keuangan perusahaan karena terdapat pemborosan sumber daya sementara itu *under-investment* juga merugikan perusahaan karena menghilangkan kesempatan untuk bertumbuh, memperoleh keuntungan dan mendapatkan pangsa pasar (Kim *et al.*, 2020). Saran yang dapat diberikan peneliti melalui penelitian ini adalah baik pemegang saham maupun dewan direksi dapat merancang struktur gaji manajer untuk membatasi tindakan penghindaran pajak.

Berdasarkan output regresi *fixed effect model* pada Tabel 17 ditemukan bahwa variabel moderasi kualitas laporan keuangan pada penghindaran pajak memiliki tanda negatif dan signifikan pada tingkat signifikansi 0,05 yang artinya variabel kualitas laporan keuangan memperlemah pengaruh penghindaran pajak terhadap inefisiensi investasi. Hal ini sejalan dengan temuan Asiri *et al.*, (2020) menemukan bahwa manajer pada perusahaan dengan transparansi laporan keuangan yang rendah dan *free cash flow* yang tinggi melalui penghindaran pajak, dapat mengarahkan *cash tax saving* ke aktivitas *over-investment* atau *under-investment* untuk kepentingan mereka pribadi. Desai & Dharmapala (2009), juga menemukan bahwa manajer tidak hanya menyembunyikan penghasilan dari otoritas pajak, tetapi juga untuk menutup-nutupi *diversionary activities* yang dilakukannya. Menurut Desai & Dharmapala (2009), *diversionary activities* adalah semua kegiatan yang menguntungkan manajer tetapi tidak sejalan dengan kepentingan pemilik perusahaan. Contoh yang digunakan Desai & Dharmapala (2009) adalah kasus Dynegy yang menggunakan entitas bertujuan khusus untuk

mengklasifikasikan \$ 300 juta pinjaman sebagai arus kas dari operasi dan untuk menghemat \$ 79 juta dalam bentuk pajak. Di Indonesia sendiri, kasus serupa pernah dilaporkan oleh Tax Justice Network seperti yang dilansir pada laman Tirto, 6 Juli 2019 dimana PT Adaro memanfaatkan peran *tax haven countries* yg memungkinkan PT Adaro mengurangi tagihan pajaknya senilai 14 juta dolar AS per tahun. Yang mana kedua modus tersebut dapat dilakukan dengan menyamarkan laporan keuangan atau melakukan agresivitas pelaporan keuangan. Peneliti lain, Asiri *et al.*, (2020) menggunakan variabel *financial statement comparability* dan menguji pengaruh mediasi variabel tersebut dengan penghindaran pajak pada inefisiensi investasi, ditemukan bahwa *financial statement comparability* memediasi penghindaran pajak terhadap inefisiensi investasi.

Berdasarkan pengujian hipotesis diperoleh hasil bahwa *Corporate Governance* tidak memperlemah pengaruh penghindaran pajak terhadap inefisiensi investasi dibuktikan dengan hasil pada Tabel 18 yang menunjukkan hasil negatif namun tidak signifikan. Padahal pengaruh *corporate governance* terhadap inefisiensi investasi yang dilakukan secara parsial menunjukkan hasil yang signifikan. Hasil penelitian ini berlawanan dengan temuan Khurana *et al.*, (2018) yang menyatakan bahwa penghindaran pajak yang tinggi dengan *corporate governance* yang lemah dapat meningkatkan inefisiensi investasi baik pada *over-investment* maupun *under-investment*. Sementara itu, sejalan dengan temuan Bhabra *et al.*, (2018) menemukan bahwa perusahaan dengan *corporate governance* yang kuat dan memiliki banyak *free cash flow* cenderung untuk mengabaikan proyek NPV yang positif dalam rangka membetuk bantalan kas untuk melindungi perusahaan dari potensi penurunan ekonomi di masa depan. Apabila dikaitkan dengan *Product Market Competition*, maka penelitian ini berlawanan dengan Kubick *et al.*, (2015) yang menyatakan bahwa semakin tinggi kekuatan pasar (dimana kompetisi pasar rendah) semakin perusahaan terlibat dalam kegiatan penghindaran pajak. Di sisi lain Valta (2011) menemukan bahwa ketika kompetisi pasar tinggi, biaya modal menjadi tinggi dan justru semakin mendorong perusahaan untuk aktif di penghindaran pajak. Bila dikaitkan dengan konteks *corporate governance*.

## SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan dari penelitian ini adalah hubungan penghindaran pajak memiliki pengaruh positif signifikan terhadap inefisiensi investasi, kemudian kualitas laporan keuangan maupun *corporate governance* pada perusahaan memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap inefisiensi investasi. Artinya seluruh hipotesis pada model 1 diterima dengan menggunakan persamaan regresi data panel *fixed effect model* dengan GLS *Weights* dan *Coef covariance method* yang digunakan adalah *period SUR* dan *White period* karena model 1 dan model 2 sama-sama mengalami masalah heterokedastisitas. Dengan demikian dapat dikatakan, perusahaan yang aktif melakukan penghindaran pajak, melaporkan laporan keuangan yang tidak berkualitas rendah, dan memiliki *corporate governance* yang lemah cenderung untuk melakukan investasi yang tidak efisien Pada model 2, kualitas laporan keuangan yang baik sebagai variabel pemoderasi mampu memperlemah hubungan antara penghindaran pajak dengan inefisiensi investasi. Sementara itu pengaruh moderasi *corporate governance* pada penghindaran pajak terhadap inefisiensi investasi tidak memiliki pengaruh signifikan. Ini berarti, *corporate governance* tidak memperlemah hubungan antara penghindaran pajak dengan inefisiensi investasi

Berhubungan dengan hasil penelitian yang telah dilakukan maka saran kepada manajemen perusahaan adalah sebagai berikut yakni melakukan pengkajian mengenai metode insentif manajer bagi yang akan melakukan *tax planning* yang agresif. Melakukan pengkajian terkait kualitas laporan keuangan perusahaan untuk meminimalkan asimetri informasi yang ada. Senantiasa menerapkan *corporate governance* yang baik untuk meminimalkan perilaku oportunistik dari manajer. Saran untuk



penelitian selanjutnya melakukan hal-hal sebagai berikut yakni Penelitian dapat memberikan hasil yang lebih spesifik menggambarkan tentang kualitas laporan keuangan, *corporate governance* dan penghindaran pajak apabila fokus penelitian dilakukan pada perusahaan private sector. Agency problems dan asimetri informasi lebih sering terjadi di private sector karena minimnya monitoring. Penelitian dapat menggunakan data tambahan selain laporan keuangan seperti data yang diperoleh dari form SPT PPh 1771 dan *time series*.

## REFERENSI

- Aggarwal, R. K., & Samwick, A. A. (2006). Empire-builders and shirkers: Investment, firm performance, and managerial incentives. *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 489–515. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2006.01.001>
- Ariefanto, M. D. (2012). *Ekonometrika: Esensi dan Aplikasi dengan Menggunakan Eviews*. Jakarta: Erlangga.
- Asiri, M., Al-Hadi, A., Taylor, G., & Duong, L. (2020). Is corporate tax avoidance associated with investment efficiency?. *North American Journal of Economics and Finance*, 52, 2–22. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2020.101143>
- Bhabra, G. S., Kaur, P., & Seoungpil, A. (2018). Corporate governance and the sensitivity of investments to cash flows. *Accounting and Finance*, 58(2), 367–396. <https://doi.org/10.1111/acfi.12221>
- Biddle, G. C., Hilary, G., & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency?. *Journal of Accounting and Economics*, 48(2–3), 112–131. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2009.09.001>
- BKPM. (2020). Rencana Strategis (Renstra) BKPM 2020–2024. Available at BPKM website: [https://www.bkpm.go.id/images/uploads/ppid/file\\_upload/Renstra\\_BKPM\\_20202024\\_%28final%29.pdf](https://www.bkpm.go.id/images/uploads/ppid/file_upload/Renstra_BKPM_20202024_%28final%29.pdf)
- Blaylock, B. S. (2016). Is Tax Avoidance Associated with Economically Significant Rent Extraction among U.S. Firms?. *Contemporary Accounting Research*, 33(3), 1013–1043. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12174>
- Chen, F., Hope, O. K., Li, Q., & Wang, X. (2011). Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets. *Accounting Review*, 86(4), 1255–1288. <https://doi.org/10.2308/accr-10040>
- Desai, M. A., & Dharmapala, D. (2009). Corporate Tax Avoidance and Firm Value. *Review of Economics and Statistics*, 91(3), 537–546. <https://doi.org/10.1162/rest.91.3.537>
- Dewi, N. K. Y. W., & Darma, G. S. (2019). Strategi Investasi & Manajemen Risiko Rumah Sakit Swasta di Bali. *Jurnal Manajemen Bisnis*, 16(2), 110–127. <https://doi.org/10.38043/jmb.v16i2.2044>
- Dyregang, S. D., Hanlon, M., & Maydew, E. L. (2010). The effects of executives on corporate tax avoidance. *Accounting Review*, 85(4), 1163–1189. <https://doi.org/10.2308/accr.2010.85.4.1163>
- Edwards, A., Schwab, C., & Shevlin, T. (2016). Financial constraints and cash tax savings. *Accounting Review*, 91(3), 859–881. <https://doi.org/10.2308/accr-51282>
- Eulaiwi, B., Al-Hadi, A., Al-Yahyaee, K. H., & Taylor, G. (2020). Investment Board Committee and Investment Efficiency in a Unique Environment. *Emerging Markets Finance and Trade*, 1–16. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2020.1816461>
- Field, A. (2017). *Discovering Statistics Using IBM SPSS Statistics: North American Edition (5th ed.)*. London: SAGE Publications Ltd.
- Goldman, N. C. (2016). The Effect of Tax Aggressiveness on Investment Efficiency, (*Dissertation*). Tucson: The University of Arizona.
- Graham, J. R., & Tucker, A. L. (2006). Tax shelters and corporate debt policy. *Journal of Financial Economics*, 81(3), 563–594. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.09.002>
- Hanlon, M., & Heitzman, S. (2010). A review of tax research. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2–3), 127–178. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.09.002>
- Harjito, A. D., & Martono. (2013). *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: Ekonisa.
- IHS Global Inc. (2017). *EViews 10 User's Guide II*. Irvine CA
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of The Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jones, J. J. (1991). Earnings Management During Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193–228. <https://doi.org/10.2307/2491047>

- Kamila, P. A. (2014). Analisis hubungan agresivitas pelaporan keuangan dan agresivitas pajak. *Finance and Banking Journal*, 16(2), 228-245. <https://journal.perbanas.id/index.php/jkp/article/view/197>
- Khurana, I. K., Moser, W. J., & Raman, K. K. (2018). Tax Avoidance, Managerial Ability, and Investment Efficiency. *Abacus*, 54(4), 547–575. <https://doi.org/10.1111/abac.12142>
- Kim, J., Kim, Y., & Zhou, J. (2020). Time Encoding in Languages and Investment Efficiency. *Management Science*, 67(4), 1-21. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2019.3555>
- Kubick, T. R., Lynch, D. P., Mayberry, M. A., & Omer, T. C. (2015). Product market power and tax avoidance: Market leaders, mimicking strategies, and stock returns. *Accounting Review*, 90(2), 675–702. <https://doi.org/10.2308/accr-50883>
- Peress, J. (2010). Product Market Competition, Insider Trading, and Stock Market Efficiency. *The Journal of Finance*, 65(1), 1–43. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01522.x>
- Robinson, J. R., Sikes, S. A., & Weaver, C. D. (2010). Performance measurement of corporate tax departments. *Accounting Review*, 85(3), 1035–1064. <https://doi.org/10.2308/accr.2010.85.3.1035>
- Salvatore, D. (2005). *Ekonomi Manajerial dalam Perekonomian Global*. Jakarta: Salemba Empat.
- Valta, P. (2011). Competition and the Cost of Debt. *Journal of Financial Economics*, 105(3), 661-682. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.04.004>.
- Wang, F., Xu, S., Sun, J., & Cullinan, C. P. (2020). Corporate Tax Avoidance: a Literature Review and Research Agenda. *Journal of Economic Surveys*, 34(4), 793–811. <https://doi.org/10.1111/joes.12347>