

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Pasar modal memegang peranan penting dalam menyalurkan dana jangka panjang kepada sektor publik dan swasta, serta memperkuat stabilitas keuangan. World Bank (2020) menyatakan bahwa pasar modal yang berkembang dengan baik dapat memperluas akses terhadap pendanaan lokal berjangka panjang, mengurangi ketergantungan pada utang jangka pendek atau dalam mata uang asing, serta memperkuat stabilitas keuangan secara keseluruhan. Namun, banyak negara berkembang masih menghadapi kendala struktural yang menghambat optimalisasi fungsi pasar modal, seperti terbatasnya ukuran dan kedalaman pasar serta lemahnya efisiensi dan tata kelola.

Salah satu aspek penting dari tantangan struktural yang dihadapi pasar modal di negara berkembang adalah keterbatasan akses terhadap data keuangan yang akurat dan tepat waktu. Keterbatasan ini menciptakan ketidakpastian yang dapat meningkatkan volatilitas arus modal, karena investor cenderung menarik dana mereka secara tiba-tiba saat informasi yang relevan tidak tersedia atau diragukan keakuratannya. Oleh karena itu, peningkatan transparansi dan ketersediaan data yang andal menjadi kunci untuk membangun kepercayaan investor dan mengurangi risiko volatilitas arus modal yang dapat merugikan stabilitas ekonomi domestik (IMF dan World Bank, 2023).

Pasar modal yang sedang berkembang umumnya ditandai oleh likuiditas rendah, jumlah penerbit dan investor aktif yang terbatas, serta ketergantungan pada institusi keuangan tertentu. Kelemahan tata kelola dan keterbatasan informasi yang tersedia bagi investor menghambat efisiensi alokasi modal dan menurunkan kepercayaan terhadap mekanisme harga (World Bank, 2020). Meskipun likuiditas tinggi dapat mempercepat pembiayaan korporasi dan mendorong inovasi, dalam kondisi pasar yang belum matang dan regulasi yang lemah, hal ini justru berisiko mendorong aktivitas spekulatif dan meningkatkan volatilitas harga. Kim dan Zhang (2016) menunjukkan bahwa risiko sistemik, seperti manipulasi informasi keuangan dan reaksi pasar yang berlebihan terhadap berita negatif, dapat mengganggu keseimbangan pasar dan memperlemah stabilitas keuangan. Respon pasar terhadap informasi yang tidak diverifikasi secara memadai sering kali menimbulkan fluktuasi tajam pada harga saham, yang dalam jangka panjang dapat meningkatkan risiko ketidakstabilan ekonomi.

Kondisi pasar yang sensitif terhadap ketidakpastian informasi, masalah risiko turunnya harga saham secara ekstrem menjadi isu yang semakin menonjol, khususnya di negara berkembang yang masih menghadapi berbagai keterbatasan struktural. Salah satu bentuk risiko tersebut adalah kemungkinan jatuhnya harga saham secara *stock price crash risk (SPCR)*. yaitu kemungkinan terjadinya penurunan harga saham yang tajam yang terjadi secara tiba-tiba (Hutton *et al.*, 2009).SPCR dipengaruhi oleh dua kelompok faktor utama, yakni faktor internal dan eksternal. Faktor internal mencakup rendahnya transparansi laporan keuangan dan lemahnya tata kelola perusahaan, yang memungkinkan manajemen menahan

informasi negatif demi menjaga stabilitas harga saham dalam jangka pendek (Sumbayak et al., 2020). Sementara itu, faktor eksternal meliputi guncangan ekonomi global, krisis keuangan, ketegangan geopolitik, serta ketidakpastian kebijakan ekonomi yang dapat memicu kepanikan pasar dan aksi jual massal (Callen & Fang, 2015; Luo & Zhang, 2020). Penelitian ini difokuskan pada firm-specific crash risk, yaitu risiko jatuhnya harga saham yang bersumber dari faktor internal perusahaan.

Firms specific Stock Price Crash Risk (SPCR) merupakan risiko terjadinya penurunan harga saham yang ekstrem dan mendadak, yang muncul akibat pelepasan informasi negatif secara tiba-tiba setelah sebelumnya disembunyikan oleh manajemen. Risiko ini mencerminkan konsekuensi langsung dari asimetri informasi dan opasitas pelaporan keuangan, di mana manajer menahan kabar buruk untuk menjaga persepsi pasar dalam jangka pendek (Jin, L., & Myers, S.C. 2006; Hutton et al., 2009; Kim et al., 2011; Xu et al., 2022). Tindakan dari menahan berita buruk ini menyebabkan harga saham menjadi terlalu tinggi atau membentuk gelembung (*bubble*). Ketika informasi negatif yang disembunyikan terus menumpuk hingga melampaui batas daya tampung, gelembung tersebut pecah dan harga saham mulai anjlok. Kejadian ini tidak hanya menimbulkan kerugian ekonomi bagi investor, tetapi juga berdampak buruk terhadap perkembangan jangka panjang yang sehat bagi perusahaan dan pasar modal.

Struktur kelembagaan di pasar negara berkembang yang ditandai oleh lemahnya tata kelola perusahaan, tingginya konsentrasi kepemilikan saham,

kelemahan dalam sistem hukum dan penegakan regulasi, serta terbatasnya perlindungan terhadap investor (La Porta et al., 1999; Claessens, 2006), menciptakan ruang yang luas bagi manajer untuk bertindak secara oportunistik. Dalam lingkungan seperti ini, manajer memiliki insentif untuk menunda pengungkapan informasi negatif (*bad news hoarding*) guna menjaga reputasi jangka pendek dan menghindari tekanan dari pemegang saham mayoritas. Penundaan ini dapat menyebabkan akumulasi informasi buruk yang tidak tercermin dalam harga saham, hingga pada akhirnya memicu penurunan harga saham yang ekstrem ketika informasi tersebut terungkap. Oleh karena itu, karakteristik kelembagaan tersebut menjadikan negara berkembang lebih rentan terhadap risiko penurunan harga saham secara tiba-tiba atau *Stock Price Crash Risk* (SPCR).

Stock Price Crash Risk (SPCR) berdampak signifikan terhadap keputusan investasi, pengelolaan portofolio, dan stabilitas pasar modal secara keseluruhan. Bagi investor, SPCR menciptakan ancaman riil berupa penurunan nilai saham yang ekstrem dan mendadak, yang secara langsung mengikis kekayaan dan menimbulkan kerugian besar dalam portofolio investasi (Kim & Zhang, 2016). Dalam situasi crash sistemik, korelasi antar aset meningkat tajam sehingga strategi diversifikasi tidak sepenuhnya dapat dilakukan. Hal ini berimplikasi pada teori portofolio (Sunder, 2010; Kim et al., 2014).

Selain merugikan investor secara langsung, SPCR juga membawa dampak serius terhadap stabilitas pasar modal secara keseluruhan. Penurunan harga saham yang bersifat kolektif dapat memicu kepanikan, merusak kepercayaan investor,

dan meningkatkan ketidakpastian pasar (Liu et al., 2021; Zhang et al., 2022). Dalam jangka panjang, instabilitas ini tidak hanya mengganggu fungsi pasar sebagai sarana alokasi modal yang efisien, tetapi juga menurunkan efektivitas intermediasi keuangan. Zaman et al. (2020) menekankan bahwa crash harga saham dapat menciptakan distorsi dalam distribusi sumber daya dan menurunkan efisiensi pasar. Oleh karena itu, SPCR perlu dipahami sebagai ancaman multidimensional yang tidak hanya menekan stabilitas portofolio individu, tetapi juga membahayakan fondasi pasar modal secara struktural, sehingga menjadi isu strategis dalam perumusan kebijakan pengawasan dan manajemen risiko di pasar keuangan, khususnya di negara berkembang.pasar sebagai sarana alokasi modal yang efisien. Dengan demikian, SPCR merupakan ancaman multidimensional yang tidak hanya merugikan investor secara individual, tetapi juga membahayakan ketahanan dan efisiensi pasar modal secara struktural.

Seiring dengan meningkatnya kesadaran global akan pentingnya tata kelola pasar yang berkelanjutan, perhatian akademisi, investor, dan regulator terhadap SPCR juga semakin berkembang. Fenomena ini sejalan dengan *agenda Sustainable Development Goals (SDGs)* yang dicanangkan Perserikatan Bangsa-Bangsa sejak tahun 2015. Khususnya, SPCR relevan dengan pencapaian SDG 8 (*Decent Work and Economic Growth*) yang menekankan pertumbuhan ekonomi yang inklusif dan praktik bisnis yang transparan, serta SDG 12 (*Responsible Consumption and Production*) yang menggarisbawahi pentingnya produksi dan konsumsi yang etis serta akuntabel. Praktik manipulasi laporan keuangan yang dapat meningkatkan risiko crash bertentangan dengan prinsip-prinsip ini. Oleh

karena itu, penerapan pelaporan yang transparan dan akuntabel diyakini mampu mengurangi asimetri informasi dan memperkuat kepercayaan investor, sehingga menurunkan risiko terjadinya SPCR (Fallah Shayan et al., 2022; Chebbi, 2024).

Berdasarkan dampak dari SPCR terhadap investor maupun pasar modal seperti yang di jelaskan di atas, Pemahaman terhadap faktor-faktor yang mempengaruhi *Stock Price Crash Risk* (SPCR) menjadi sangat penting dalam keputusan investasi dan manajemen risiko karena memiliki potensi untuk memberikan kontribusi yang signifikan terhadap melindungi nilai pemegang saham (Habib, Hasan, & Jiang. 2018; Kim *et al.* 2014). dapat mengganggu efisiensi pasar modal, memperburuk ketidakpastian ekonomi, serta memicu efek domino yang mengancam stabilitas sistem keuangan secara keseluruhan. Ketidakmampuan dalam mengantisipasi risiko ini dapat menyebabkan pengambilan keputusan investasi yang tidak optimal, yang pada akhirnya semakin memperburuk instabilitas pasar yang lebih luas.

Studi mengenai *Stock Price Crash Risk* (SPCR) di pasar negara berkembang yang dilakukan oleh Bai, M. et al. (2021) mengungkapkan bahwa Indonesia menempati posisi tertinggi dalam hal frekuensi *crash* harga saham dibandingkan negara berkembang lainnya. Dalam periode pengamatan selama 15 tahun, saham-saham di Indonesia rata-rata mengalami 59 kali kejadian *crash*, jauh melampaui negara-negara lain yang dianalisis. Di sisi lain, Malaysia mencatat rata-rata 27 kali *crash* per saham dalam periode yang sama, menunjukkan bahwa meskipun tidak setinggi Indonesia, tingkat risiko *crash* di Malaysia tetap signifikan. Temuan ini mengindikasikan bahwa pasar modal Indonesia dan

Malaysia memiliki kerentanan yang lebih tinggi terhadap guncangan harga yang ekstrem dibandingkan dengan pasar negara maju seperti Amerika Serikat, di mana rata-rata hanya terjadi 9 *crash* per saham selama 15 tahun pengamatan.

Penelitian yang dilakukan Hendra, E. et al. (2024) mengenai *stock price crash risk* (SPCR) di enam negara Asia, yaitu Hong Kong, Singapura, Taiwan, Korea Selatan, Malaysia, dan Indonesia, menemukan bahwa risiko *crash* tertinggi berdasarkan nilai *negative conditional skewness* (NCSKEW) adalah di Singapura, diikuti oleh Indonesia, Hong Kong, dan Malaysia. Namun, jika dilihat dari nilai frekuensi *crash* yang menggambarkan rata-rata jumlah kejadian *crash* per perusahaan selama periode penelitian, Hong Kong mencatat angka tertinggi sebesar 1,201, disusul Indonesia (1,184), Taiwan (1.074) dan Malaysia (1,079). Angka ini menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan di Indonesia mengalami lebih dari satu kali *crash*, mencerminkan tingkat volatilitas pasar yang relatif tinggi. Sementara itu, frekuensi *crash* di Malaysia yang mencapai 1,081 mengindikasikan bahwa meskipun pasar Malaysia relatif lebih stabil, kejadian penurunan harga saham yang tajam tetap cukup sering terjadi. Nilai NCSkew dan Frekuensi *crash* dapat dilihat pada tabel 1.

Tabel 1 : Nilai NCSKew, DUVOL dan Frekuensi *Crash* Enam Negara Asia

Variabel	Hongkong	Indoensia	Malaysia	Singapura	Korea	Taiwan
NCSKew	-0.075	-0.049	-0.0790	0.031	-0.148	-0.148
DUVOL	-0.056	-0.028	-0.060	0.039	-0.096	-0.123
Frekuensi	1.202	1.184	1.081	1.049	1.074	1.108

Sumber : Hendra, E. et al(2025) Family Control and Crash Risk in East Asian Firms: The Mediating Role of Opacity. *Contemporary Economics*

Tingginya frekuensi *crash* di Indonesia dan Malaysia dapat mencerminkan berbagai faktor struktural seperti tingkat transparansi informasi yang rendah, dominasi investor ritel, lemahnya mekanisme pengawasan, serta tingginya volatilitas pasar, yang semuanya memperbesar kemungkinan terjadinya penimbunan informasi buruk (*bad news hoarding*) oleh manajer dan respons pasar yang berlebihan. Dengan demikian, studi ini memberikan gambaran penting bahwa SPCR merupakan isu kritical di pasar negara berkembang.

Oleh karena itu, memahami penyebab utama SPCR tidak hanya membantu pemegang saham dalam mengurangi risiko investasi mereka, tetapi juga memungkinkan regulator dan pembuat kebijakan untuk mengembangkan regulasi yang lebih ketat guna meningkatkan transparansi dan tata kelola perusahaan. Dengan langkah mitigasi yang tepat, risiko *crash* harga saham dapat dikendalikan, menciptakan pasar modal yang lebih stabil, efisien, dan tahan terhadap guncangan ekonomi global.

Penelitian empiris tentang risiko jatuhnya harga saham telah dilakukan dalam dua pendekatan utama, yaitu kerangka teori penetapan harga aset (*asset pricing*) dan kerangka keuangan perusahaan (Wang et al., 2023). Pendekatan dalam kerangka *asset pricing* menekankan bagaimana mekanisme pasar dan perilaku investor mempengaruhi *risiko crash* di tingkat pasar modal secara keseluruhan. Beberapa teori dalam pendekatan *aset pricing* adalah teori efek *leverage*(Christie, 1982), hipotesis umpan balik volatilitas/*volatility feedback*

hyphotesis (Pindyck, 1984 ;French, K. R., Schwert, G. W., & Stambaugh, R. F. 1987)danCampbell, J. Y., & Hentschel, L. 1992), teori gelembung stokastik/*stochastic bubble theory*(Blanchard & Watson, 1982)serta heterogenitas investor (Chen et al., 2001). Di sisi lain, pendekatan dalam kerangka keuangan perusahaan (*corporate finance*) lebih berfokus pada faktor internal perusahaan yang dapat meningkatkan risiko *crash* harga saham di tingkat perusahaan individu (*firm specific stock price crash risk*). Studi dalam kerangka keuangan perusahaan menggunakan teori asimetri informasi, teori keagenan dan *badnews hoarding hyphotesis*Jin, L., & Myers, S. C. (2006).

Teori Efek *Leverage* seperti yang dikutip dari (Hung, S., & Qiao, Z. (2017) pertama kali diperkenalkan oleh Black (1976) dan studi selanjutnya di lakukan oleh (Christie, 1982). Menurut teori ini, efek *leverage* menyebabkan volatilitas harga saham meningkat ketika harga saham perusahaan menurun. Saat harga saham turun, nilai ekuitas akan berkurang dan jumlah hutang tetap sehingga meningkatkan *leverage* perusahaan. Peningkatan *leverage* ini memperbesar dampak perubahan kecil dalam nilai aset terhadap return saham, membuat harga saham lebih sensitif terhadap perubahan pasar. Akibatnya, harga saham semakin berfluktuasi, yang tercermin dari meningkatnya volatilitas saham.

Teori *Gelembung Stokastik* yang diperkenalkan oleh (Blanchard & Watson, 1982),menjelaskan bahwa harga saham dapat mengalami kenaikan yang jauh melampaui nilai fundamentalnya akibat ekspektasi spekulatif dari para investor. Ketika investor membeli saham dengan harapan harga akan terus naik, sebuah gelembung terbentuk, yang dalam jangka pendek memberikan kesan

bahwa harga yang tinggi yang akan terus berlanjut. Namun, pada titik tertentu, ketika ekspektasi tidak lagi dapat dipertahankan atau terjadi perubahan mendadak dalam sentimen pasar, gelembung ini meledak, menyebabkan koreksi harga yang tajam dan memicu *crash*.

Selanjutnya, Pindyck, (1984); French et al. (1987). dan Campbell, J. Y., & Hentschel, L. (1992), memperkenalkan teori Umpan Balik Volatilitas. Teori ini menyoroti hubungan antara volatilitas pasar dan risiko *crash*. Ketika volatilitas pasar meningkat, untuk mengkompensasi ketidakpastian, maka investor cenderung akan meminta premi risiko yang lebih tinggi. Peningkatan premi risiko ini menyebabkan terjadinya aksi jual saham, sehingga pada akhirnya memperburuk volatilitas dan hal ini akan memperbesar kemungkinan terjadinya *crash*. Dengan kata lain, volatilitas yang tinggi tidak hanya menjadi konsekuensi dari krisis pasar, tetapi juga dapat menjadi faktor pemicu yang mempercepat terjadinya kejatuhan harga saham. Mekanisme umpan balik ini sering kali menyebabkan ketidakstabilan pasar yang lebih besar, terutama dalam periode ketidakpastian ekonomi atau krisis keuangan global.

Studi yang dilakukan oleh Chen et al., (2001) menemukan bahwa heterogenitas investor juga memainkan peran penting dalam risiko *crash* harga saham. Studi ini menunjukkan bahwa perbedaan dalam akses informasi dan strategi perdagangan di antara investor dapat menciptakan ketidakseimbangan di pasar. Investor yang memiliki informasi superior sering kali memiliki kemampuan untuk mengantisipasi perubahan pasar lebih awal, sedangkan investor dengan informasi terbatas lebih rentan terhadap kejutan harga yang tiba-tiba. Perbedaan

dalam cara investor bereaksi terhadap informasi pasar ini dapat memperburuk volatilitas dan memicu aksi jual besar-besaran yang menyebabkan *crash* harga saham. Selain itu, fenomena *herding behavior*, di mana investor cenderung mengikuti tindakan mayoritas tanpa mempertimbangkan analisis fundamental, juga dapat mempercepat proses *crash* ketika kepercayaan pasar runtuh.

Teori asimetri informasi dan teori keagenan merupakan dua teori yang sering digunakan oleh peneliti terdahulu dalam menjelaskan terjadinya risiko *crash*. Teori asimetri informasi merupakan konsep fundamental dalam literatur keuangan, dimana asimetri informasi terjadi ketika manajer memiliki akses yang lebih banyak dan akurat terhadap informasi dibandingkan dengan pemegang saham dan pasar secara keseluruhan (Bergh et al., 2019). Hal ini mengakibatkan distribusi informasi yang tidak merata dan menyebabkan ketimpangan dalam pengambilan keputusan pasar. Menurut teori keagenan karena adanya asimetri informasi, manajer sering berperilaku oportunis yaitu bertindak dengan mengutamakan kepentingan pribadi mereka daripada kepentingan pemegang saham, terutama ketika mereka memegang kendali penuh atas informasi perusahaan (Jensen, M. C., & Meckling, W. H. 1976).

Studi yang dilakukan oleh Jin, L., & Myers, S. C. (2006) menjelaskan bahwa *stock price crash risk* (SPCR) erat memiliki hubungan yang signifikan dengan perilaku manajerial dalam menunda pengungkapan informasi negatif. Berdasarkan teori asimetri informasi dan teori keagenan, Jin, L., & Myers, S. C. (2006). memperkenalkan *bad news hoarding hypothesis*, yang menyatakan bahwa adanya ketidakseimbangan informasi antara manajer dengan pemegang

saham serta pihak eksternal lainnya mendorong manajer untuk bersikap oportunis. Manajer cenderung menyembunyikan informasi buruk guna menjaga stabilitas harga saham dalam jangka pendek. Motif di balik perilaku ini tidak hanya untuk melindungi reputasi manajer di mata publik dan pasar, tetapi juga untuk mempertahankan kompensasi berbasis kinerja serta menghindari tekanan legitimasi yang dapat membahayakan karier mereka. Dengan menahan informasi spesifik perusahaan yang bersifat negatif, manajer menciptakan ilusi bahwa kondisi perusahaan tetap stabil, padahal secara fundamental mungkin sedang memburuk.

Penahanan informasi negatif yang berlangsung terus-menerus akan menyebabkan akumulasi informasi yang tersimpan menjadi semakin besar dan membentuk potensi risiko tersembunyi. Ketika perusahaan menghadapi tekanan eksternal, seperti ketidakpastian ekonomi, perubahan kebijakan, atau gejolak pasar global, kemampuan untuk terus menahan informasi tersebut mencapai batas kritis. Pada titik ini, informasi buruk akan terungkap secara bersamaan dalam jumlah besar. Dampaknya bukan hanya dapat mengoreksi harga saham, tetapi juga dapat memicu kepanikan pasar dan aksi jual besar-besaran oleh investor, yang akan mempercepat terjadinya *crash*. Situasi ini diperparah oleh reaksi berlebihan investor terhadap ketidakpastian, yang mendorong peningkatan volatilitas pasar dan penurunan nilai saham secara drastis, sehingga menurunkan nilai perusahaan dan kekayaan investor dalam waktu singkat.

Pendapat diatas diperkuat oleh hasil studi Andreou et al. (2021) menemukan bahwa akumulasi berita buruk dalam jangka waktu yang lama

sering kali terjadi karena insentif manajerial yang salah arah, seperti bonus berbasis kinerja atau tekanan untuk mempertahankan nilai saham . Manajer yang berusaha menutupi kinerja buruk perusahaan dapat menggunakan manajemen laba atau praktik akuntansi yang kurang transparan, yang mengarah pada peningkatan opasitas laporan keuangan. Akibatnya, ketika informasi yang telah lama ditahan akhirnya diungkap, investor bereaksi secara berlebihan, menyebabkan koreksi harga saham yang signifikan dan meningkatkan volatilitas pasar. Penundaan pengungkapan informasi spesifik perusahaan ini mencerminkan ketidakseimbangan kekuatan antara pemegang saham dan manajemen, yang menjadi akar dari permasalahan risiko *crash*.

Pengungkapan informasi spesifik perusahaan kepada publik memainkan peran penting dalam mencerminkan kondisi keuangan dan operasional perusahaan, yang kemudian diintegrasikan ke dalam harga saham (Piotroski & Roulstone, 2004). Investor mengandalkan informasi spesifik perusahaan dalam pengambilan keputusan investasi untuk memaksimalkan keuntungan dan mengelola risiko investasi. Informasi keuangan dan operasional perusahaan yang dipublikasikan memiliki dampak langsung terhadap harga saham, karena investor menggunakannya untuk memprediksi peristiwa yang dapat memengaruhi kinerja perusahaan di masa depan (Dasgupta et al., 2010).

Penelitian menunjukkan bahwa investor lebih cenderung merespons informasi negatif secara lebih tajam dibandingkan informasi positif, yang dikenal sebagai *negativity bias* (Cohen et al., 2017) dan Akıncı, Ö., & Chahrour, R. (2018). Hal ini disebabkan oleh persepsi bahwa informasi negatif lebih relevan

dalam mengantisipasi risiko, sementara informasi positif sering kali dianggap sebagai sinyal optimisme yang belum tentu bertahan dalam jangka panjang (Groening & Kanuri, 2013). Penelitian yang dilakukan oleh Taufik & Handayani (2024) mendukung penelitian sebelumnya, bahwa investor di Indonesia, Malaysia dan Pakistan bereaksi lebih kuat terhadap informasi negatif dibandingkan dengan informasi baik. Pola ini menegaskan bahwa investor di pasar konvensional lebih sensitif terhadap informasi yang mengindikasikan risiko dibandingkan dengan informasi yang menjanjikan potensi keuntungan. Begitu juga halnya dengan investor di pasar modal syariah, juga mengandalkan informasi spesifik perusahaan dalam pengambilan keputusan investasi dengan pendekatan yang lebih berbasis fundamental dan etis. Prinsip investasi Islam menekankan transparansi, akuntabilitas, serta larangan terhadap praktik riba, gharar, dan maysir, sehingga investor cenderung lebih selektif dalam menganalisis informasi keuangan perusahaan untuk memastikan kepatuhan terhadap prinsip syariah serta keberlanjutan investasi mereka.

Studi yang dilakukan oleh Thaker, H. M. Tet al. (2020) menunjukkan bahwa investor saham syariah, meskipun mereka merespons baik informasi positif maupun negatif, reaksi terhadap informasi buruk tetap lebih dominan. Informasi negatif, seperti penurunan ROE atau melemahnya arus kas terhadap harga saham, memicu tekanan jual yang lebih besar dibandingkan efek positif dari kenaikan target harga atau proyeksi laba. Selain itu, rendahnya nilai R^2 sebesar 0,79% menunjukkan bahwa return saham syariah tidak sepenuhnya dipengaruhi oleh informasi finansial, tetapi juga oleh faktor kepatuhan syariah, sentimen pasar,

serta stabilitas ekonomi makro. Dengan demikian, meskipun prinsip investasi syariah mengedepankan transparansi dan akuntabilitas, investor tetap menunjukkan kecenderungan lebih reaktif terhadap informasi buruk dibandingkan dengan informasi baik. Respons ini sejalan dengan *negativity bias*, di mana sinyal risiko lebih diperhitungkan dalam menjaga keberlanjutan investasi sesuai dengan prinsip syariah. Hal ini menunjukkan bahwa meskipun saham syariah memiliki karakteristik berbeda dari saham konvensional, pola perilaku investor tetap dipengaruhi oleh sensitivitas terhadap risiko dan preferensi terhadap informasi yang lebih relevan dalam menjaga stabilitas keuangan jangka panjang.

Penelitian empiris tentang faktor yang mempengaruhi *crash risk* telah dilakukan oleh peneliti sebelumnya dengan berdasarkan pada kerangka teori keagenan seperti yang disarankan oleh (Jin and Myers, 2006). Studi literature yang dilakukan oleh Habib, A et al., (2018), mengidentifikasi lima kategori utama yang mempengaruhi *crash risk*. Pertama, kualitas pelaporan keuangan dan pengungkapan korporasi memainkan peran penting dalam memitigasi risiko tersebut. Perusahaan dengan pelaporan keuangan yang tidak transparan cenderung lebih rentan terhadap *crash risk* karena praktik manajemen laba dan penghindaran pajak yang meningkatkan opasitas informasi. Selain itu, pelaporan konservatif dan pengendalian internal yang lemah memperburuk risiko tersebut. Kedua, insentif dan karakteristik manajerial berkontribusi signifikan terhadap penimbunan informasi buruk. Kompensasi berbasis ekuitas dan perilaku manajerial yang oportunistik sering dikaitkan dengan penundaan pengungkapan informasi negatif

demi keuntungan pribadi. Faktor seperti pengungkapan sukarela dan standar akuntansi juga relevan dalam konteks ini.

Selain kedua kategori diatas, ada tiga kategori lain yang juga mempengaruhi SPCR. Kategori ketiga yaitu transaksi pasar modal, yang mencakup likuiditas saham dan volume perdagangan sebagai indikator potensi *crash*. Likuiditas yang tinggi dapat mendorong manajer untuk menahan informasi buruk karena ketakutan akan reaksi pasar yang cepat. Keempat, mekanisme tata kelola perusahaan melibatkan pengawasan internal dan eksternal yang dapat membatasi perilaku manajerial yang merugikan. Keberadaan komite audit yang kuat dan auditor spesialis industri terbukti mampu mengurangi risiko *crash* dengan meningkatkan kualitas pelaporan keuangan. Terakhir, mekanisme kelembagaan informal seperti koneksi politik, religiusitas, dan kemampuan pengawasan otoritas regulasi mempengaruhi risiko *crash* melalui pengaruh sosial dan budaya. Koneksi politik dapat meningkatkan insentif untuk menyembunyikan berita buruk, sementara religiusitas dan pengawasan yang kuat cenderung menekan perilaku oportunistik.

Studi literatur oleh Ali et al. (2022), yang menelaah lebih dari 85 penelitian empiris terkait stock price crash risk (SPCR), mengidentifikasi berbagai determinan pada tiga tingkat: makro, meso, dan mikro. Pada tingkat makro, risiko crash dipengaruhi oleh karakteristik tata kelola perusahaan seperti asimetri informasi tinggi (Jin & Myers, 2006), kekuatan pengawasan pemerintah (Zhang et al., 2021), serta faktor politik seperti keberadaan aktor politik di dewan direksi (Li & Chan, 2016). Selain itu, faktor sosial dan budaya, seperti kepercayaan

masyarakat dan religiusitas, termasuk pengaruh Konfusianisme di Tiongkok, dapat mendorong pengungkapan berita buruk lebih dini, sehingga menurunkan risiko crash (Callen & Fang, 2015; Jebran et al., 2019). Pada tingkat meso, struktur kepemilikan, konsentrasi pelanggan (Ma et al., 2020), karakteristik industri, intensitas liputan media (An et al., 2020), dan persaingan pasar (Li & Luo, 2020) turut memengaruhi SPCR, baik melalui peningkatan atau penurunan keterbukaan informasi. Sementara itu, pada tingkat mikro, determinan mencakup atribut CEO (usia, *overconfidence*) yang berkorelasi dengan kecenderungan menahan informasi buruk (Harper et al., 2020; Liang et al., 2020), serta praktik manajemen seperti tax avoidance, manajemen laba (Kim et al., 2011), dan kualitas pengungkapan. Kebijakan pajak yang agresif serta praktik manajemen laba cenderung meningkatkan risiko crash, sedangkan transparansi keuangan dan keterbukaan informasi justru mereduksinya (Hutton et al., 2009).

Hasil studi literatur Habib, A., et al.(2018) menegaskan bahwa insentif manajerial saja tidak cukup bagi perusahaan untuk menahan informasi buruk. Manajer merancang mekanisme untuk menyembunyikan informasi negatif. Manipulasi laba (baik akrual maupun riil), penghindaran pajak, dan strategi pengungkapan (*disclosure strategy*) telah diidentifikasi sebagai beberapa mekanisme yang digunakan oleh manajer untuk menyembunyikan informasi buruk. Sedangkan, konservatisme pelaporan, audit eksternal, dan mekanisme tata kelola perusahaan (misalnya pemantauan oleh investor institusional) dapat menjadi mekanisme untuk membatasi perilaku oportunistik manajerial untuk menyembunyikan informasi negatif.

Haseeb et al., (2022) berpendapat, penelitian sebelumnya tentang faktor penentu *Stock Price Crash Risk* lebih banyak dibidang yang terkait dengan karakteristik perusahaan, Namun, sedikit perhatian yang diberikan kepada institusi seperti agama atau yang berkaitan dengan kepatuhan syariah. Oleh karena itu Haseeb et al., (2022) menyarankan, selanjutnya perlu dilakukan penelitian dengan memperhatikan agama atau kepatuhan syariah. Selanjutnya Ali et al., (2022) menyarankan penelitian dimasa yang akan datang tentang *crash risk* sebaiknya menggabungkan variabel mediator, moderator dan kontrol dan memprioritaskan studi di negara berkembang karena penelitian sebelumnya berfokus pada Amerika Serikat dan Tiongkok yang memiliki latar kelembagaan, konteks, dan harapan perusahaan yang berbeda dibanding negara berkembang. Li, Y et al. (2024) menyatakan, penelitian terdahulu telah mempelajari faktor-faktor penentu *crash risk*, tetapi sebagian besar penelitian belum mengeksplorasi pengaruh gabungan antar faktor-faktor penentu tersebut dan menyarankan penelitian selanjutnya terkait resiko *crash* harga saham untuk mengeksplorasi pengaruh gabungan dari faktor-faktor penentu tersebut sehingga kompleksitas analisis dari faktor-faktor tersebut meningkat karena adanya beberapa faktor yang berperan secara bersamaan. Selanjutnya, Andreou et al. (2021) menyarankan penelitian selanjutnya tentang *crash risk* perlu mempertimbangkan berbagai faktor yang mempengaruhi perilaku manajerial dalam menyembunyikan informasi negatif

Perilaku manajemen yang hanya melaporkan berita baik terkait informasi perusahaan dan cenderung untuk menyembunyikan informasi negatif dari investor termotivasi oleh beberapa hal seperti kontrak kompensasi yang berdasarkan

kinerja, kekhawatiran terhadap ancaman akan karir dan reputasi mereka jika mengungkapkan informasi buruk, *empire building*, dan lainnya (LaFond, R., & Watts, R. L., 2008; Kothari *et al.*, 2009 dan Srivastava, A., 2024). Menurut *hyphotesis of bad newshoarding*, penggerak utama manajemen menahan berita negatif adalah insentif kompensasi (Jin & Myers., 2006, Hutton *et al.*, 2009 dan Liu, Q., & Pan, Z. (2023). Selanjutnya Fiorillo, P. *et al.* (2024) menyatakan motivasi manajemen menyimpan berita buruk adalah karena kompensasi mereka sensitif terhadap kinerja. Manajemen menyembunyikan informasi negatif dengan tujuan agar terlihat baik dimata pemegang saham sehingga kompensasi yang mereka terima akan meningkat. Tetapi sebaliknya, jika mereka mengungkapkan informasi buruk dengan segera mereka khawatir kompensasi yang mereka terima akan menurun dan berdampak pada karir mereka.

Kompensasi eksekutif memainkan peran penting dalam memotivasi manajemen untuk menunda pengungkapan informasi negatif kepada investor untuk melindungi kepentingan diri mereka. Insentif dalam bentuk kompensasi memberikan dampak positif dan negatif terhadap perilaku manajer untuk bertindak sesuai dengan kepentingan manajer. Menurut teori keagenan Jensen & Meckling (1976), pemberian insentif kompensasi yang tepat akan dapat mendorong manajemen untuk bekerja lebih maksimal dan mencapai kinerja yang superior. Hasil studi Raithatha dan Komera (2016) menemukan untuk mengurangi biaya keagenan, perusahaan harus memberikan kompensasi yang besar kepada manajemen untuk memaksimalkan kinerja perusahaan. Hal ini disebabkan besarnya kompensasi yang mereka terima tergantung dari kinerja mereka. Untuk

mencapai kinerja yang baik manajemen akan berusaha untuk mengambil keputusan dengan baik dan sesuai dengan harapan pemegang saham dan selalu berfokus untuk menciptakan nilai jangka panjang bagi perusahaan maupun pemegang saham. Selain itu dengan kontrak kompensasi yang tepat, manajer termotivasi untuk meningkatkan transparansi dan melaporkan berita buruk lebih awal untuk menghindari penumpukan informasi buruk yang dapat menyebabkan terjadinya *crash* harga saham (Xu, J., & Zou, L. (2019).

Studi yang dilakukan oleh Bai, M., *et al* (2019), Xu & Zou (2019) dan (Liu & Pan, 2023)Liu, Q., & Pan, Z. (2023) memandang dari sisi yang berbeda. Kompensasi eksekutif yang berbasis kinerja yaitu kompensasi yang terkait dengan kinerja perusahaan akan mempengaruhi perilaku manajerial yaitu perilaku menunda pengungkapan informasi dan perilaku mengambil resiko. Para eksekutif yang kompensasinya berbasis kinerja akan termotivasi untuk menunda pengungkapan berita buruk ke publik terkait kondisi perusahaan. Dengan menahan pengungkapan informasi negatif, para eksekutif berusaha untuk menjaga harga saham tetap tinggi sehingga melindungi gaji dan bonus mereka.

Penelitian empiris terkait pengaruh kompensasi CEO dengan *crash risk* memberikan hasil yang belum konsisten. Studi yang dilakukan oleh Xu dan Zou (2019) belum berhasil membuktikan kompensasi CEO berpengaruh terhadap resiko jatuhnya harga saham. Besarnya kompensasi CEO hanya memiliki sedikit pengaruh terhadap resiko jatuhnya harga saham. Hal ini berarti tingginya kompensasi CEO tidak selalu berhubungan langsung dengan turunnya harga saham dalam jumlah yang besar. Sementara itu hasil penelitian Liu, Q., & Pan, Z.

(2023) dan Li, Y., Xue, H., Wei, S., Wang, R., & Liu, F. (2024). menemukan bahwa kompensasi manajemen puncak berpengaruh negatif signifikan terhadap resiko *crash*. Hal ini menunjukkan bahwa kompensasi yang tinggi dapat memotivasi manajer puncak untuk lebih fokus pada pencapaian kinerja, sehingga dapat menurunkan resiko *crash* harga saham. Akan tetapi studi Bai, M *et al* (2019) menemukan kompensasi eksekutif berpotensi meningkatkan resiko *crash* harga saham. Penelitian Kim, J. B., Li, Y., & Zhang, L. (2011) menemukan pengaruh portofolio opsi saham CEO terhadap *crash risk* adalah tidak signifikan.

Manajemen laba telah diakui sebagai metode utama dimana manajer menyembunyikan berita yang tidak menguntungkan dari pemegang saham dan investor mereka. Menurut (Schipper, 1989) manajemen laba merupakan intervensi yang disengaja dalam proses penyajian data keuangan untuk menyajikan pandangan yang positif tentang aktivitas bisnis dan kinerja keuangan perusahaan. Hasil studi yang dilakukan oleh Khurana (2018) ; (Neifar & Utz, 2019) dan Haider, M. J., Awan, T., & Khan, W (2022) tentang manajemen laba dan pengaruhnya terhadap resiko *crash* harga saham menemukan bahwa manajemen laba berpengaruh positif terhadap resiko *crash* harga saham. Manajemen laba yang tinggi akan meningkatkan SPCR. Hal ini mengindikasikan bahwa manajer berperilaku oportunis dengan menggunakan manajemen laba untuk menyembunyikan informasi buruk tentang perusahaan dari pihak eksternal. Namun sebaliknya, analisis Andreou *et al.* (2016, 2022) mengungkap ketidakkonsistenan (*inconsistency*) dalam hubungan opasitas termasuk manajemen laba dengan SPCR, di mana berbagai bentuk opasitas laporan

keuangan ternyata memiliki daya penjas terbatas terhadap risiko crash, berbeda dengan temuan mayoritas studi sebelumnya.

Manajemen laba merupakan strategi yang sering digunakan oleh manajemen untuk menunda pengungkapan informasi negatif kepada publik. Dalam praktiknya, manajer memanfaatkan keahlian teknis di bidang akuntansi untuk memodifikasi laporan keuangan secara sistematis, sehingga perusahaan tampak dalam kondisi yang lebih baik daripada kenyataan sebenarnya (Almahrog & Lasyoud, 2021). Meskipun penyusunan laporan tersebut tetap berada dalam batasan aturan akuntansi formal, manipulasi ini bertujuan menyembunyikan kondisi keuangan yang sesungguhnya dari pemegang saham dan pemangku kepentingan lainnya. Sebagaimana dijelaskan oleh Haider, Awan, dan Khan (2022), laporan keuangan hasil manipulasi laba tidak dirancang untuk mencerminkan kinerja aktual perusahaan, melainkan untuk membentuk narasi optimis yang dikehendaki oleh manajemen. Dengan menyampaikan gambaran yang tidak sesuai dengan realitas, praktik ini memperburuk asimetri informasi antara manajer dan investor, melemahkan integritas pelaporan keuangan, dan merusak kepercayaan pasar terhadap informasi yang disampaikan oleh perusahaan. Hal ini berarti manajemen laba bukan hanya persoalan kepatuhan terhadap standar akuntansi, melainkan mencerminkan penyimpangan etis yang digunakan sebagai alat untuk menunda pengungkapan berita buruk.

Konsekuensi dari praktik tersebut menunjukkan pentingnya penguatan transparansi informasi keuangan sebagai bagian dari mitigasi risiko pasar. Ketika manajemen mengurangi praktik manipulasi laba, maka ruang untuk

menyembunyikan informasi negatif menjadi lebih sempit, sehingga laporan keuangan mencerminkan kondisi yang lebih akurat. Hal ini secara langsung dapat menekan risiko terjadinya kejatuhan harga saham secara tiba-tiba (Franciset *al.*, 2016; Hutton, Marcus, & Tehranian, 2009). Sebaliknya, ketika manajemen laba dilakukan secara agresif, hal ini memberi ruang bagi manajer untuk menimbun informasi buruk secara bertahap, baik melalui penciptaan angka kinerja semu maupun dengan menunda penyampaian fakta yang merugikan. Tingginya tingkat manipulasi menciptakan persepsi palsu atas stabilitas perusahaan, yang menutupi tekanan atau kerentanan sebenarnya. Namun, kapasitas untuk terus menyembunyikan berita buruk memiliki batas. Ketika akumulasi informasi negatif mencapai titik kritis dan tidak dapat lagi disembunyikan, ledakan informasi secara tiba-tiba menjadi tidak terhindarkan, yang pada akhirnya memicu penurunan harga saham secara drastis, sebagaimana dijelaskan dalam teori *bad news hoarding* oleh Jin dan Myers (2006) serta Hutton et al. (2009).

Praktik manajemen laba dalam perspektif Islam merupakan tindakan yang diharamkan karena dianggap sebagai bentuk penipuan yang bertujuan menyembunyikan kebenaran (Obid & Demikha, 2011). Tindakan ini bertentangan dengan prinsip etika Islam yang menekankan kejujuran, keadilan, dan transparansi dalam setiap aktivitas bisnis. Manipulasi informasi keuangan untuk menyesatkan pemangku kepentingan dipandang sebagai bentuk ketidakjujuran yang merusak integritas pelaporan keuangan dan melemahkan kepercayaan publik. Oleh karena itu, perusahaan yang mematuhi prinsip-prinsip Syariah diharapkan menjauhi praktik manajemen laba yang tidak etis, sebagai bagian dari komitmen terhadap

nilai-nilai Islam dan upaya menjaga kredibilitas serta kepercayaan investor (Abraham, M. 2024). Sejalan dengan pandangan tersebut, studi yang dilakukan oleh Wan Ismail *et al.* (2015) dalam konteks perusahaan di Malaysia mengungkapkan bahwa perusahaan yang mematuhi prinsip syariah cenderung menerapkan nilai-nilai etika Islam secara konsisten. Penerapan nilai-nilai tersebut tercermin dalam kualitas laba yang tinggi, yang tidak hanya mencerminkan transparansi keuangan tetapi juga diperkuat oleh pengawasan ketat dari regulator. Pengawasan ini bertujuan untuk menjaga integritas pelaporan keuangan sekaligus meningkatkan reputasi perusahaan di mata para pemangku kepentingan. Temuan ini menyoroti bahwa penerapan prinsip syariah tidak hanya mendorong kepatuhan terhadap aturan etika, tetapi juga memperkuat kepercayaan investor melalui kualitas informasi keuangan yang dapat diandalkan..

Studi yang dilakukan oleh Lo (2008), Weil (2009), Dechow, *et al.* (2010), dan Li, *et al* (2011) membuktikan bahwa perusahaan dengan laba berkualitas tinggi kurang terlibat dalam perilaku manajemen laba. Beberapa peneliti telah membuktikan bahwa perusahaan yang menjunjung tinggi nilai-nilai moral dan agama dan didukung oleh kode etik islam menghindari untuk berperilaku oportunistik seperti melakukan manajemen laba dan tidak terlibat dalam penyimpangan laporan keuangan (Dyrenge *et al.*, 2012 dan Elghuweel, M.I. *et al.* 2017). Namun sebaliknya (Farooq & AbdelBari, 2015) menemukan bahwa perusahaan-perusahaan di Kawasan Timur Tengah dan Afrika Utara mengalami *financial distress* karena melakukan manajemen laba dan selama krisis keuangan global tahun 2008 , manajer pada perusahaan syariah maupun yang tidak

mematuhi syariah sama-sama terlibat dalam perilaku manajemen laba. Studi yang dilakukan oleh (Haseeb et al., 2022a) tentang *shariah compliance* dan resiko jatuhnya harga saham di Malaysia menemukan bahwa manajer dari saham-saham yang termasuk *shariah compliance* lebih kecil untuk berperilaku menyimpan informasi buruk yang pada akhirnya dapat mengurangi resiko jatuhnya harga saham. (Haseeb et al., 2022a) menemukan bahwa saham-saham syariah untuk mengurangi resiko jatuhnya harga saham adalah dengan kurang terlibat dalam manajemen laba. Manajer menggunakan manajemen laba sebagai mekanisme untuk mengurangi resiko *crash* harga saham. Sedangkan hasil studi yang dilakukan oleh (Sabrun et al., 2018a) menemukan bahwa nilai-nilai syariah tidak efektif dalam mencegah manajer dari perilaku manajemen laba.

Habib et al. (2018) dalam studinya juga menjelaskan bahwa mekanisme yang digunakan manajer untuk menahan informasi buruk tidak hanya terbatas pada praktik manajemen laba, tetapi juga mencakup strategi pengungkapan (*disclosure strategy*), yaitu pendekatan yang disengaja dan terstruktur dalam menyampaikan informasi kepada publik guna memengaruhi persepsi pasar atau pemangku kepentingan. Strategi ini memungkinkan manajer untuk secara selektif menentukan apa, kapan, dan bagaimana suatu informasi disampaikan, sehingga narasi perusahaan dapat diarahkan untuk membangun citra tertentu atau mengalihkan perhatian dari kondisi keuangan yang merugikan. Berdasarkan praktik yang umum ditemukan, strategi pengungkapan dapat diwujudkan dalam dua bentuk utama: pertama, secara informatif, yaitu pengungkapan yang mencerminkan kondisi fundamental perusahaan secara jujur

dan bertujuan meningkatkan transparansi; kedua, secara simbolik, yaitu pengungkapan yang lebih berorientasi pada pencitraan dan pengelolaan kesan (*impression management*) meskipun kinerja aktual perusahaan buruk. Merkl-Davies & Brennan (2007) dan Michelin et al. (2015) menunjukkan bahwa strategi simbolik digunakan perusahaan untuk memperkuat legitimasi sosial dan mengaburkan realitas ekonomi, khususnya ketika kinerja aktual tidak mendukung narasi yang disampaikan. Dengan demikian, strategi pengungkapan bukan sekadar sarana penyampaian informasi, tetapi juga menjadi bagian dari taktik manajerial dalam mengontrol narasi eksternal perusahaan.

Penelitian disertasi ini menggunakan strategi pengungkapan yang terkait dengan pengungkapan keberlanjutan (*sustainability disclosure*), yang mencakup aspek *Environmental, Social, Governance/ESG* (lingkungan, sosial, dan tata kelola). Penggunaan pengungkapan ESG skor dalam disertasi ini adalah karena memiliki keterkaitan langsung dengan *Sustainable Development Goals (SDGs)*, yang mendorong transparansi dan akuntabilitas dalam aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola. SDGs menuntut perusahaan, untuk tidak hanya berorientasi pada profitabilitas tetapi juga mengintegrasikan prinsip keberlanjutan dalam operasional perusahaan, sehingga ESG menjadi instrumen utama dalam mengungkapkan dampak bisnis terhadap keberlanjutan global (Al Amosh, H., & Khatib, S. F. 2021). Selain itu, kerangka kerja seperti *Global Reporting Initiative (GRI)* telah menghubungkan pelaporan keberlanjutan dengan SDGs, untuk memastikan bahwa perusahaan menyajikan informasi non-keuangan secara sistematis dan terukur, yang mencakup kebijakan lingkungan, tanggung jawab

sosial, serta praktik tata kelola yang transparan (Al Amosh, H., & Khatib, S. F. 2021). Dengan meningkatnya tuntutan pemangku kepentingan dan kebijakan yang mendorong keterbukaan informasi, ESG menjadi alat yang tidak hanya memperkuat transparansi perusahaan, tetapi juga menunjukkan komitmen mereka terhadap keberlanjutan, menjadikannya relevan dalam penelitian ini (Al Amosh, H., & Khatib, S. F. 2021).

Pengungkapan ESG sering kali dimanfaatkan sebagai bagian dari *disclosure strategy*, yaitu pendekatan manajerial yang disengaja untuk memengaruhi persepsi pasar melalui pengelolaan informasi eksternal (Habib et al. 2018). Strategi ini dapat dijalankan dalam dua bentuk utama. Pertama, secara informatif, di mana pengungkapan ESG benar-benar mencerminkan komitmen perusahaan terhadap keberlanjutan dan menyajikan informasi yang substantif, relevan, dan dapat dipercaya tentang aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola (Cheng et al., 2014). Kedua, secara simbolik, ketika perusahaan hanya menonjolkan narasi keberlanjutan yang positif secara selektif untuk membentuk citra yang baik di mata publik dan investor, meskipun tidak mencerminkan kondisi fundamental yang sebenarnya (Merkl-Davies & Brennan., 2007 dan Michelon et al., 2015). Dalam bentuk simbolik ini, pengungkapan ESG dapat digunakan sebagai alat *impression management* yang bertujuan untuk mengalihkan perhatian dari kelemahan kinerja keuangan atau potensi perilaku manajerial yang menyimpang. Oleh karena itu, ESG disclosure dalam konteks ini berpotensi menjadi mekanisme penundaan atau pengalihan informasi buruk (*bad news hoarding*) yang dilakukan secara terselubung namun sistematis. Meskipun

demikian, *sustainability disclosure* yang mencakup aspek ESG tetap memiliki potensi memberikan wawasan penting tentang bagaimana perusahaan mengelola risiko keberlanjutan, efisiensi energi, keanekaragaman, serta transparansi tata kelola (Al Amosh & Khatib, 2021; Boshnak, 2022). Namun, efektivitasnya sangat bergantung pada kualitas dan niat dari pengungkapan tersebut.

Secara empiris, ESG disclosure tidak selalu berfungsi sebagai sarana transparansi substantif, melainkan dapat dimanfaatkan secara strategis oleh manajemen untuk menunda atau menyamarkan pengungkapan informasi buruk (*bad news hoarding*). Studi oleh Gan dan Ye (2024) menegaskan bahwa perusahaan kerap melakukan *window dressing* dalam laporan keberlanjutan sebagai bagian dari *impression management*. ESG disclosure dalam konteks ini lebih bersifat simbolik daripada substantif, yakni bertujuan membentuk citra ramah lingkungan tanpa mencerminkan kinerja aktual perusahaan. Selain itu, Huang et al. (2025) menunjukkan bahwa keterbacaan (*readability*) dalam laporan ESG memainkan peran penting sebagai sinyal. Laporan yang sulit dipahami atau secara sengaja disusun dengan narasi kompleks dapat menjadi alat untuk mengaburkan informasi negatif dari investor, memperpanjang asimetri informasi, dan memperkuat pengelolaan kesan oleh manajer. Kedua studi ini memberikan bukti bahwa pengungkapan ESG dapat digunakan sebagai mekanisme simbolik untuk menyembunyikan risiko atau kegagalan operasional, sekaligus menjaga persepsi positif di mata pemangku kepentingan.

Penelitian Hemingway dan MacLagan (2004) serta Prior et al. (2008) memperkuat pendapat ini dengan mengungkapkan kekhawatiran bahwa citra

tanggung jawab sosial perusahaan (CSR) tidak selalu mencerminkan perilaku etis perusahaan secara nyata. Perusahaan bisa saja memanfaatkan program CSR sebagai strategi simbolik untuk menutupi tindakan yang merugikan atau informasi negatif yang ingin disembunyikan dari publik. Dalam situasi semacam ini, CSR berfungsi lebih sebagai alat legitimasi daripada sebagai komitmen moral yang tulus terhadap keberlanjutan dan kepentingan pemangku kepentingan. Akibatnya, meskipun perusahaan menunjukkan kinerja CSR yang tinggi, hal tersebut belum tentu berbanding lurus dengan integritas atau transparansi manajerial yang sebenarnya. Oleh karena itu, kinerja CSR yang baik tidak secara otomatis berimplikasi positif terhadap kinerja keuangan perusahaan, terutama jika CSR hanya digunakan sebagai sarana untuk membangun reputasi semu.

Kajian teoritis mengenai hubungan antara ESG dengan risiko jatuhnya harga saham telah menjadi fokus penting dalam literatur keuangan dan keberlanjutan. Berbagai teori seperti teori asimetri informasi, teori keagenan, teori pemangku kepentingan telah digunakan untuk memahami bagaimana implementasi ESG dapat memengaruhi stabilitas harga saham, khususnya dalam mengantisipasi potensi penurunan tajam secara mendadak. Teori-teori ini menawarkan kerangka konseptual yang membantu menjelaskan peran ESG dalam konteks risiko pasar. Pemahaman yang kuat terhadap landasan teoritis ini penting untuk mengevaluasi efektivitas ESG sebagai mekanisme mitigasi risiko karena salah satu keunggulan utama dari teori-teori tersebut adalah kemampuannya dalam menjelaskan bagaimana praktik ESG dapat mempengaruhi risiko yang terkait dengan jatuhnya harga saham.

Teori asimetri informasi menyatakan bahwa ketika perusahaan mengungkapkan informasi ESG yang relevan, mereka mengurangi kesenjangan antara apa yang diketahui manajemen dan apa yang dipersepsikan investor, sehingga mendorong transparansi dan kepercayaan (He, F. *et al.* (2022). Transparansi ini dapat menghasilkan harga saham yang lebih stabil, karena investor cenderung tidak bereaksi negatif terhadap berita buruk yang tidak terduga ketika mereka terus diberi tahu tentang kinerja ESG perusahaan (Gholami *et al.* 2022). Akibatnya, perusahaan yang memprioritaskan inisiatif ESG dapat mengalami risiko jatuhnya harga saham yang lebih rendah karena meningkatnya kepercayaan investor dan berkurangnya ketidakpastian.

Sebaliknya, teori keagenan menyoroti potensi kelemahan dalam hubungan antara ESG dan risiko jatuhnya harga saham. Teori ini menunjukkan bahwa manajer mungkin lebih mengutamakan kepentingan pribadi mereka daripada kepentingan pemegang saham, yang mengarah pada perilaku oportunistik seperti menyembunyikan informasi negatif tentang kinerja ESG perusahaan (Hunjra *et al.*, 2020). Tindakan tersebut dapat memperburuk asimetri informasi, yang mengakibatkan penumpukan berita buruk yang, jika akhirnya diungkapkan, dapat memicu jatuhnya harga saham yang signifikan. Perspektif ini menunjukkan bahwa meskipun inisiatif ESG secara teoritis dapat mengurangi risiko jatuhnya harga saham, efektivitas sebenarnya bergantung pada integritas dan motivasi manajemen. Jika manajer terlibat dalam penimbunan berita buruk, praktik ESG yang dimaksudkan untuk meningkatkan transparansi justru dapat menutupi

masalah yang mendasarinya, yang menyebabkan volatilitas dan risiko yang lebih besar bagi investor (Kim, H. J.*et al.*, 2023).

Penekanan terhadap potensi oportunisme manajerial juga tercermin dalam pandangan Friedman (1970), yang berakar dari kerangka kerja teori keagenan. Ia memandang bahwa aktivitas CSR tidak selaras dengan kepentingan pemegang saham karena sering kali memerlukan biaya tinggi dan tidak memberikan imbal hasil finansial yang jelas. Dalam konteks ini, CSR dianggap sebagai bentuk perilaku oportunistik manajemen yang menggunakan kedok tanggung jawab sosial untuk mengejar kepentingan pribadi atau menutupi kelemahan kinerja perusahaan. Aktivitas seperti donasi amal atau program sosial bisa digunakan secara strategis untuk mengalihkan perhatian publik dari informasi negatif atau penyimpangan yang terjadi di dalam perusahaan seperti untuk menutupi praktik yang tidak etis atau kegagalan perusahaan dalam memenuhi tanggung jawabnya. Perspektif ini dikenal sebagai *instrumental view*, yang berargumen bahwa CSR berfungsi sebagai alat "*whitewashing*" atau pemoles citra guna menunda pengungkapan berita buruk (*bad news hoarding*). Dengan demikian, bukannya meningkatkan transparansi dan kinerja perusahaan, CSR justru berpotensi memperburuk asimetri informasi dan meningkatkan risiko *stock pricecrash* akibat akumulasi informasi negatif yang tidak segera diungkap (Barnea & Rubin, 2010; Gao et al., 2012).

Pandangan lain mengenai hubungan antara CSR (pengungkapan sukarela) dan risiko jatuhnya harga saham berasal dari teori pemangku kepentingan (*stakeholder theory*) dan *shareholderism* sebagaimana dikemukakan oleh

Freeman (1994). Menurut perspektif ini, semakin optimal perusahaan dalam melaksanakan tanggung jawab sosialnya melalui pengungkapan informasi yang transparan, maka semakin besar pula tingkat dukungan dan pengawasan yang diberikan oleh para pemangku kepentingan seperti pemerintah, karyawan, konsumen, dan pemasok. Keterlibatan aktif pemangku kepentingan diyakini mampu memperkuat tata kelola perusahaan, meminimalkan konflik keagenan, serta membatasi tindakan manajerial yang berorientasi jangka pendek dan merugikan (Eccles, Ioannou, & Serafeim, 2014; Kim, Park, & Wier, 2012). Berdasarkan pandangan ini, CSR (pengungkapan sukarela) dipandang sebagai mekanisme pencegah terhadap praktik penimbunan informasi negatif (*bad news hoarding*), yang pada akhirnya menurunkan risiko *stock price crash* dan mendukung stabilitas pasar saham (Kim et al., 2014; Jo & Harjoto, 2011, 2012). Lebih lanjut, pendekatan melihat CSR sebagai bentuk asuransi (*CSR-as-insurance theory*) yang melindungi reputasi perusahaan di masa krisis (Godfrey et al., 2009; Kolbel et al., 2017) dan CSR sebagai strategi investasi jangka panjang untuk meningkatkan diferensiasi produk, memperbesar margin keuntungan, dan menurunkan risiko sistemik (Albuquerque et al., 2019). Dukungan empiris dari Dunbar et al. (2021) memperkuat argumen ini dengan menunjukkan bahwa kinerja CSR (pengungkapan sukarela) yang kuat mengurangi elastisitas harga permintaan, sehingga menurunkan risiko bisnis secara keseluruhan.

Dalam praktiknya, ESG disclosure tidak selalu berfungsi sebagai sarana transparansi substantif, melainkan dapat dimanfaatkan secara strategis oleh manajemen untuk menunda atau menyamarkan pengungkapan informasi buruk

(bad news hoarding). Studi oleh Gan dan Ye (2024) menegaskan bahwa perusahaan kerap melakukan *window dressing* dalam laporan keberlanjutan sebagai bagian dari impression management, terutama ketika menghadapi tekanan reputasi akibat pemberitaan negatif media. ESG disclosure dalam konteks ini lebih bersifat simbolik daripada substantif, yakni bertujuan membentuk citra ramah lingkungan tanpa mencerminkan kinerja aktual perusahaan. Selain itu, Huang et al. (2025) menunjukkan bahwa keterbacaan (readability) dalam laporan ESG memainkan peran penting sebagai sinyal. Laporan yang sulit dipahami atau secara sengaja disusun dengan narasi kompleks dapat menjadi alat untuk mengaburkan informasi negatif dari investor, memperpanjang asimetri informasi, dan memperkuat pengelolaan kesan oleh manajer. Kedua studi ini memberikan bukti bahwa pengungkapan ESG dapat digunakan sebagai mekanisme simbolik untuk menyembunyikan risiko atau kegagalan operasional, sekaligus menjaga persepsi positif di mata pemangku kepentingan.

Penelitian sebelumnya mengenai pengaruh ESG terhadap risiko jatuhnya harga saham (SPCR) menunjukkan hasil yang beragam. Beberapa studi, seperti yang dilakukan oleh Bae et al. (2021), Hunjra et al. (2020), Li et al. (2022), Xu et al. (2022), dan Soeprajitno (2023), mengungkapkan bahwa pengungkapan ESG dan kinerja ESG yang baik berpotensi menurunkan risiko *crash*. Namun, penelitian lain, termasuk Murata & Hamori (2021), serta Bae et al. (2021), menunjukkan bahwa kinerja ESG yang lebih tinggi tidak selalu efektif dalam mengurangi risiko tersebut jika tidak disertai dengan peningkatan transparansi informasi. Perbedaan temuan ini mengindikasikan bahwa efektivitas ESG dalam

menekan risiko *crash* sangat bergantung pada kualitas dan keterbukaan informasi yang disampaikan perusahaan.

Faktor lingkungan, sosial dan tata kelola (ESG) dianggap penting dalam memenuhi tanggung jawab sosial perusahaan. Hal ini juga berlaku untuk perusahaan Islam, yang harus lebih memperhatikan isu-isu ESG (Bennett & Iqbal, 2013; Yildirim et al., 2018; Moghul & Safar-Aly, 2014). Strategi investasi perusahaan non syariah compliance dan perusahaan syariah compliance bergantung pada dua jenis informasi utama: informasi fundamental dan informasi teknis. Informasi fundamental mencakup laporan keuangan, tingkat pertumbuhan perusahaan, dan sorotan keuangan utama perusahaan, sedangkan informasi teknis berasal dari kinerja atau momentum perusahaan di masa lalu, yang digambarkan dalam grafik. Meskipun kedua jenis informasi ini tetap paling berguna untuk investasi, investor mencari cara lain untuk membedakan kinerja perusahaan yang tidak menggunakan perspektif risiko dan pengembalian, yaitu SRI (Erragragui & Revelli, 2016).

Baik di negara maju maupun berkembang, integrasi karakteristik non finansial, seperti faktor etika dan ESG, dalam keputusan investasi telah menjadi tren yang dominan (Berry & Junkus, 2013; Crifo et al., 2015; Nakamura, 2013; Perez-Gladish et al., 2012). Penggabungan kriteria non finansial dalam mengukur kinerja perusahaan dan kriteria pemilihan investasi diperiksa dalam banyak penelitian (Adam & Shauki, 2014; Nair & Ladha, 2014), tetapi hanya sedikit dari mereka yang memasukkan perusahaan Islam dalam sampel mereka. . Banyak akademisi telah menulis tentang peran perusahaan Islam dalam mencegah

kerusakan lingkungan dan mendukung sosial pemberdayaan, seperti Azmi et al., (2019), Chowdhury & Masih (2015), (Erragraguy & Revelli, 2015), Qoyum et al., (2021), dan Salma Sairally, (2015). Hasil dari penelitian sebelumnya adalah prosedur penyaringan syariah tidak memiliki standar khusus yang mencakup isu-isu lingkungan dan sosial (Ashraf & Khawaja, 2016; Tanin, T. I. et al. 2023). Selain itu, tidak ada studi empiris yang menguji kinerja perusahaan Islam dalam hal faktor ESG. Studi sebelumnya fokus pada kinerja perusahaan Islam dalam hal faktor keuangan, seperti Al-Awadhi & Dempsey (2017), Ashraf dan Khawaja (2016), (Binmahfouz & Kabir Hassan, 2013), (Erragragui & Revelli, 2016), dan Erragragui et al. (2018),

Prinsip Investasi Bertanggung Jawab pada negara-negara mayoritas muslim, penyelarasan dimensi sosial dalam investasi yang bertanggung jawab, keuangan Islam, dan penyertaan skor ESG dengan proses investasi sangat penting dalam mendorong pertumbuhan. Prinsip-prinsip tersebut diimplementasikan dalam agenda berkelanjutan global yang konsisten dengan *triple bottom line* (masyarakat, planet, dan kemakmuran). Penelitian empiris sebelumnya memiliki bukti yang beragam tentang strategi Islam dan ESG. Beberapa sarjana berpendapat bahwa mengintegrasikan ESG ke dalam investasi Islam memberikan manfaat yang melebihi kerugian apa pun (Erragraguy & Revelli, 2015; Paltrinieri et al., 2020; Salma Sairally, 2015).

Studi literatur oleh Haseeb et al. (2022) menegaskan pentingnya mempertimbangkan dimensi religiusitas, khususnya kepatuhan syariah, sebagai salah satu pendekatan untuk mengendalikan risiko perilaku oportunistik

manajemen yang dapat memicu *stock price crash risk*. Gagasan ini menekankan perlunya mekanisme pengawasan yang tidak hanya mengandalkan regulasi formal, tetapi juga mampu membentuk disiplin internal melalui nilai-nilai etika yang tertanam dalam organisasi. Sejalan dengan pandangan tersebut, kepatuhan syariah merepresentasikan sistem tata kelola berbasis nilai yang berlandaskan prinsip-prinsip Islam seperti kejujuran (*sidq*), keadilan (*'adl*), dan amanah. Nilai-nilai ini tidak hanya menekankan kepatuhan hukum, tetapi juga mendorong akuntabilitas moral dalam setiap tindakan manajerial (Farhat & Hili, 2025; Haseeb et al., 2022).

Kepatuhan syariah dapat berperan sebagai mekanisme kepercayaan dan kontrol perseptual yang memperkuat hubungan antara persepsi terhadap kinerja dan perilaku aktual para pemangku kepentingan (Ramadan et al., 2023). Dengan demikian, nilai-nilai syariah tidak hanya memiliki implikasi normatif, tetapi juga memberikan fungsi pengawasan yang dapat menekan perilaku oportunistik dalam pengelolaan perusahaan. Kepatuhan syariah juga memainkan peran penting sebagai pengawas normatif yang melengkapi kelemahan mekanisme eksternal dalam menekan perilaku menyimpang seperti manipulasi laba dan menyembunyian informasi buruk (*bad news hoarding*), serta menjaga integritas dan stabilitas pasar (Can, 2021; Wan Ismail et al., 2015).

Sebagai bagian dari kerangka tata kelola perusahaan, kepatuhan syariah yang dijalankan secara substantif membentuk sistem kontrol internal berbasis etika yang membatasi ruang gerak manajerial untuk bertindak oportunistik. Ketika nilai-nilai Islam diinternalisasi dalam proses pengambilan keputusan, praktik

seperti manipulasi informasi atau eksploitasi data keuangan menjadi tidak hanya melanggar hukum, tetapi juga bertentangan dengan etika keislaman (Farhat & Hili, 2025). Studi oleh Can (2021) dan Wan Ismail et al. (2015) menunjukkan bahwa perusahaan syariah cenderung lebih terbuka dalam melaporkan kerugian dan menghindari praktik manajemen laba agresif, yang berdampak pada lebih rendahnya risiko *stock price crash*. Lingkungan nilai yang dibangun melalui kepatuhan syariah mendorong manajemen untuk bersikap lebih hati-hati, jujur, dan bertanggung jawab kepada investor serta pemangku kepentingan lainnya (Saba et al., 2021; Farooq & AbdelBari, 2015).

Di sisi lain, dorongan untuk menjaga kepatuhan syariah secara substantif juga diperkuat oleh tekanan eksternal dari investor yang memiliki orientasi nilai-nilai Islam. Investor syariah menuntut agar manajemen tidak sekadar memenuhi standar formal, tetapi juga menunjukkan komitmen nyata terhadap prinsip-prinsip etika Islam dalam aktivitas bisnis sehari-hari. Tajuddin et al. (2019) menekankan bahwa saham syariah diminati karena dianggap aman, etis, dan menjunjung tinggi tanggung jawab sosial, sehingga meningkatkan ekspektasi terhadap akuntabilitas perusahaan. Saba et al. (2021) serta Farooq dan AbdelBari (2015) menambahkan bahwa investor yang berorientasi pada nilai-nilai Islam akan menarik investasinya jika perusahaan gagal mempertahankan kepatuhan syariah secara substantif. Tekanan reputasi ini menjadi insentif moral yang kuat bagi manajer untuk bertindak hati-hati, transparan, dan menjauhi praktik penyembunyian informasi. Dengan demikian, kepatuhan syariah bukan hanya atribut administratif, tetapi juga berfungsi sebagai mekanisme pengawasan yang mampu memoderasi perilaku

oportunistik manajerial, memperkecil asimetri informasi, dan menjaga stabilitas pasar.

Uraian diatas menunjukkan bahwa kepatuhan syariah memiliki peran strategis dalam mengontrol perilaku oportunistik manajemen, terutama dalam konteks penyembunyian informasi buruk yang berpotensi meningkatkan risiko stock price crash. Nilai-nilai etika Islam yang melekat pada prinsip syariah tidak hanya memperkuat sistem tata kelola internal, tetapi juga menciptakan tekanan reputasi dari eksternal, khususnya dari investor yang berorientasi pada nilai-nilai religius. Dengan karakteristik tersebut, kepatuhan syariah dapat berfungsi sebagai mekanisme pengawasan normatif yang melengkapi kelemahan pengawasan formal, sekaligus menjadi variabel moderasi yang mampu memperlemah atau memperkuat hubungan antara determinan manajerial (seperti kompensasi, manajemen laba, dan pengungkapan ESG) dengan risiko crash harga saham. Peran moderatif ini penting dalam menciptakan sistem yang lebih etis, transparan, dan berkelanjutan dalam pengelolaan perusahaan, khususnya di negara dengan populasi Muslim yang besar seperti Indonesia dan Malaysia.

Berdasarkan penjelasan diatas penelitian disertasi ini menggunakan kepatuhan syariah sebagai variabel yang mengontrol perilaku oportunistik manajer yang dapat merugikan pemegang saham dan pemangku kepentingan lainnya.

Penelitian disertasi ini dilakukan dalam konteks Indonesia dan Malaysia. Alasannya adalah : Pertama, Indonesia dan Malaysia menurut MSCI termasuk dua negara dengan kategori *emerging markets*, yaitu negara-negara yang berada dalam

tahap transisi menuju pasar maju dengan struktur kelembagaan dan sistem pengawasan yang belum sepenuhnya mapan. Pasar negara berkembang umumnya memiliki ciri khas berupa struktur kepemilikan yang terkonsentrasi, baik oleh keluarga, negara, maupun konglomerate, lemahnya perlindungan terhadap investor minoritas, rendahnya kualitas tata kelola perusahaan, dan asimetri informasi yang tinggi antara manajemen dan pihak eksternal (Fan, Wei, dan Xu (2011). Selanjutnya Piotroski dan Wong (2012) menambahkan bahwa lingkungan pelaporan dan informasi di pasar berkembang sering kali bersifat tidak transparan, kurang andal, dan tidak konsisten. Ketiadaan tekanan pasar yang kuat, lemahnya infrastruktur penunjang seperti auditor independen dan analisis keuangan, serta variasi kualitas akuntansi antarperusahaan mengakibatkan investor kesulitan dalam menilai nilai wajar perusahaan. Kombinasi dari faktor-faktor ini menciptakan ruang yang luas bagi perilaku oportunistik manajerial, termasuk praktik penimbunan informasi buruk (*bad news hoarding*), yang dapat menyebabkan harga saham menjadi terlalu tinggi dan pada akhirnya memicu risiko crash harga saham ketika informasi negatif akhirnya terungkap secara mendadak (Jin & Myers, 2006; Hutton et al., 2009).

Alasan kedua pemilihan Indonesia dan Malaysia dalam penelitian ini adalah karena keduanya memiliki populasi Muslim yang besar dan secara aktif memantapkan posisi strategis sebagai pusat pengembangan keuangan syariah di kawasan Asia Tenggara. Kedua negara telah menunjukkan komitmen yang kuat dalam membangun industri keuangan Islam melalui penguatan regulasi, pengembangan produk keuangan berbasis syariah, dan pendirian lembaga

pengawas yang mendukung prinsip-prinsip syariah, seperti Dewan Syariah Nasional di Indonesia dan *Shariah Advisory Council* di Malaysia. Pemerintah di kedua negara juga memberikan dukungan substansial dalam bentuk kebijakan fiskal, insentif pasar, serta promosi keuangan dan pasar modal syariah di tingkat domestik maupun internasional. Dengan fondasi kelembagaan dan kerangka regulasi yang terus berkembang, konteks Indonesia dan Malaysia menjadi sangat relevan untuk mengkaji peran kepatuhan syariah dalam mengendalikan perilaku oportunistik manajemen dan mencegah terjadinya risiko penurunan harga saham secara ekstrem. Selanjutnya alasan ketiga adalah Indonesia maupun Malaysia telah mengadopsi pelaporan ESG dalam kerangka pasar modalnya, meskipun masih menghadapi tantangan terkait kedalaman dan kualitas pengungkapan, kecenderungan "*greenwashing*", serta variasi kualitas antar perusahaan dan wilayah.

Oleh karena itu, konteks pasar berkembang seperti Indonesia dan Malaysia menjadi landasan yang tepat dan relevan untuk mengkaji risiko penurunan harga saham (*stock price crash risk*), mengingat karakteristik struktural seperti asimetri informasi yang tinggi, efektivitas tata kelola yang belum optimal, serta lemahnya mekanisme pengawasan yang dapat mendorong perilaku oportunistik manajerial. Selain itu, dengan fondasi kelembagaan dan kerangka regulasi yang terus berkembang, konteks Indonesia dan Malaysia menjadi sangat relevan untuk mengkaji peran kepatuhan syariah dalam mengendalikan perilaku oportunistik manajemen dan mencegah terjadinya risiko penurunan harga saham secara ekstrem. Selanjutnya tantangan dalam pengungkapan ESG membuka peluang

penelitian untuk mengeksplorasi hubungan antara pengungkapan ESG dan risiko *crash* harga saham dalam konteks pasar berkembang.

Studi-studi sebelumnya telah banyak mengkaji faktor-faktor yang memengaruhi *stock price crash risk* (SPCR), terutama yang berkaitan dengan informasi spesifik perusahaan seperti *corporate governance*, kualitas audit, penghindaran pajak, kompensasi eksekutif, manajemen laba, serta pengungkapan ESG atau CSR. Namun, hasil temuan dari berbagai studi tersebut masih menunjukkan ketidakkonsistenan dan cenderung menggunakan pendekatan yang terpisah, di mana masing-masing faktor diuji secara individual tanpa mempertimbangkan keterkaitan antarvariabel dalam membentuk risiko crash. Dalam konteks *bad news hoarding*, Habib et al. (2018) menegaskan bahwa perilaku manajerial untuk menyembunyikan informasi buruk tidak hanya dipengaruhi oleh insentif seperti kompensasi, tetapi juga menggunakan mekanisme tertentu seperti manajemen laba dan strategi pengungkapan. Hal ini menunjukkan bahwa upaya penahanan informasi tidak hanya bergantung pada dorongan insentif manajerial, melainkan juga pada strategi pengelolaan informasi yang dirancang secara sadar oleh manajemen.

Oleh karena itu, disertasi ini mengembangkan kerangka berpikir yang terintegrasi dengan menggabungkan tiga aspek utama dalam proses *bad news hoarding*: (1) kompensasi manajemen sebagai faktor motivasional, (2) manajemen laba dan pengungkapan ESG sebagai dua mekanisme *badnewshoarding*, serta (3) kepatuhan syariah sebagai mekanisme pengawasan normatif yang menekan perilaku oportunistik. Dalam kerangka ini, kepatuhan syariah diposisikan sebagai

variabel moderasi yang berperan dalam memperkuat atau memperlemah hubungan antara motivasi manajerial dan mekanisme pengungkapan terhadap risiko penurunan harga saham. Pendekatan ini diharapkan dapat memberikan pemahaman yang lebih komprehensif dalam menjelaskan determinan risiko *crash* harga saham, dengan mengintegrasikan ketiga variabel tersebut dalam satu model empiris yang utuh. Hingga saat ini, masih terdapat kekosongan dalam literatur yang mengkaji interaksi ketiga aspek tersebut, terutama dalam konteks pasar negara berkembang seperti Indonesia dan Malaysia yang memiliki karakteristik tata kelola dan basis investor berbasis nilai religius..

1.2 Perumusan Masalah

Stock Price Crash risk merupakan sumber kekhawatiran bagi investor karena apabila resiko ini terjadi maka investor akan mengalami kerugian yang besar pada portofolio mereka (Da Silva, 2022) dan juga *crash risk* ini sulit dihilangkan walaupun investor melakukan diversifikasi tas investasi mereka (Kim & Zhang, 2014). Jin& Myers (2006) menjelaskan bahwa *crash risk* didasari oleh adanya asimetri informasi dan konflik keagenan antara manajemen dengan pemegang saham. Manajemen memiliki informasi yang banyak tentang perusahaan dan mereka memiliki insentif untuk mengungkapkan atau menyimpan dan menimbun informasi tersebut dari pihak luar perusahaan. Sehubungan dengan informasi buruk yang berkaitan dengan spesifik perusahaan, manajer cenderung untuk memilih menunda pengungkapan informasi buruk tersebut dengan cara menyembunyikan dan menimbunkan informasi buruk tersebut. Studi Basu (2007) mencatat bahwa manajer akan menyimpan informasi buruk apabila kompensasi

yang akan mereka terima dikaitkan dengan kinerja laba, sehingga mereka akan menahan informasi apa pun yang dapat menekan laba karena akan berdampak pada kompensasi yang mereka terima. Namun, pada tingkat ambang batas tertentu mereka sudah tidak mampu lagi untuk menyembunyikan informasi buruk tersebut sehingga semua informasi buruk yang sudah terakumulasi dalam waktu yang lama muncul ke publik dan investor bereaksi negatif dengan informasi tersebut sehingga menyebabkan jatuhnya harga saham secara ekstrem.

Saat ini di pasar keuangan global, investasi dalam saham syariah merupakan elemen penting dan telah menarik perhatian serta minat yang cukup banyak dari para investor, tidak hanya investor muslim tetapi juga investor non muslim. Hal ini dikarenakan investasi syariah menekankan pada prinsip etika islam dan menghindari aktivitas yang tidak sesuai aturan syariah. Hal ini diperkuat oleh Conroy dan Emerson (2004) yang berpendapat bahwa agama memainkan peran penting dalam mempromosikan perilaku etis dalam organisasi bisnis dan Shafron (2019) yang menyatakan bahwa kepatuhan syariah merupakan pengaturan yang ideal tentang hubungan antara preferensi investor dan harga dari suatu asset.

Prinsip-prinsip Islam menentukan bahwa semua kegiatan ekonomi harus mencakup pertimbangan masalah lingkungan, sosial, dan tata kelola (Williams dan Zinkin. 2010; dan Farook *et al.*, 2011). Hal ini disebut juga dengan Maqasid al-Syariah yang menekankan pada keadilan sosial ekonomi (Yildirim *et al.*, 2018). (Salma Sairally, 2015) berpendapat bahwa keterlibatan perusahaan dalam aktivitas berkelanjutan merupakan bagian integral dari *maqasid*, sehingga tujuan

kesejahteraan sosial dan kepatuhan syariah harus dicapai oleh lembaga keuangan Islam secara bersamaan. Oleh karena itu perusahaan yang mematuhi syariah harus mencakup kriteria etis lainnya seperti terlibat dalam aktivitas yang berkaitan dengan lingkungan, sosial dan tata kelola. Studi lain tentang *shariah compliance* membuktikan bahwa perusahaan yang mematuhi nilai-nilai moral dan agama yang didukung oleh kode etik, manajernya akan menghindari perilaku oportunis seperti manajemen laba (Dyrenge *et al.*, 2012; Ha Brookshire, 2015) dan *tax avoidance* (Desai dan Dharmapala, 2006) serta cenderung tidak terlibat dalam penyimpangan pelaporan keuangan (McGuire *et al.*, 2012).

Permasalahan dalam penelitian ini adalah beberapa studi menemukan status Syariah tidak memainkan peran penting dalam memastikan perilaku etis dari manajer. Hal ini mengindikasikan bahwa manajer perusahaan yang mematuhi Syariah kurang terlibat dalam kebaikan sosial sebagai kewajiban moral dan kurang berperilaku etis daripada perusahaan yang tidak mematuhi Syariah. Ini berarti bahwa proses penyaringan Syariah saat ini tidak sepenuhnya sesuai dengan prinsip Islam yang mendasarinya (Azam, M. *et al.* 2019). Praktik tidak etis dan perilaku *oportunistis* yang dilakukan oleh manajer, baik pada perusahaan yang mematuhi syariah maupun yang bukan syariah telah terbukti merugikan investor. Seperti kerugian keuangan yang dialami oleh investor di tingkat internasional sebagai akibat yang diakibatkan oleh Enron, WorldCom, Tyco International dan Satyam Computer Services dan kerugian yang ditimbulkan oleh Megan India di Malaysia (Bhasin, M. L. 2016 dan Qi, B. *et al.* 2018), semuanya adalah akibat dari informasi yang menyesatkan dan pembukuan yang tidak jelas yang dilakukan oleh para

manajer di perusahaan tersebut. Skandal Enron, Toshiba dan runtuhnya beberapa perusahaan lainnya dan bank selama krisis keuangan tahun 2008 adalah beberapa kasus ekstrem yang disaksikan oleh dunia bisnis global yang menunjukkan bagaimana pelaporan keuangan dan manipulasi laba dapat merugikan tidak hanya pemegang saham, tetapi juga pemangku kepentingan. Selain karena manipulasi laba, kerugian ini juga disebabkan oleh karena perusahaan mengimplementasikan strategi pajak yang agresive (Donohoe, M. P.et al.2014).

Berdasarkan latar belakang dan permasalahan diatas, maka masalah umum dalam penelitian ini adalah mengetahui faktor-faktor yang mempengaruhi *Stock Price Crash risk* di Indonesia dan Malaysia. Secara khusus, rumusan masalah dari penelitian ini adalah :penelitian ini mengajukan sejumlah rumusan masalah sebagai berikut :

1. Apakah kompensasi eksekutifmempengaruhi SPCR?
2. Apakah Manajemen Laba mempengaruhi SPCR?
3. Apakah pengungkapan *Environmmental Social Responsibility* skor mempengaruhi SPCR
4. Apakah kepatuhan syariah memoderasi pengaruh kompensasi ekskutif terhadap SPCR?
5. Apakah kepatuhan syariah memoderasi pengaruh manajemen laba terhadap SPCR?
6. Apakah kepatuhan syariah memoderasi pengaruh pengungkapan *Environmental Social Responsibility* skor terhadap SPCR?

1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan umum dari penelitian ini adalah untuk mengetahui faktor-faktor yang mempengaruhi *Stock Price Crash Risk* di negara berkembang . Secara spesifik, penelitian ini bertujuan untuk :

1. Menguji pengaruh kompensasi direktur terhadap SPCR
2. Menguji pengaruh manajemen laba terhadap SPCR
3. Menguji pengaruh kinerja keberlanjutan terhadap SPCR
4. Menguji peran kepatuhan syariah untuk memoderasi pengaruh kompensasi direktur, manajemen laba dan kinerja keberlanjutan terhadap SPCR

1.4 Kebaruan Penelitian

Penelitian ini memberikan kontribusi kebaruan yang signifikan dalam kajian SPCR dengan mengembangkan model terintegrasi berbasis teori keagenan, teori asimetri informasi, dan *Bad News Hoarding Hypothesis* (Jin & Myers, 2006). Asimetri informasi menjelaskan bahwa ketidakseimbangan informasi antara manajer dan pemegang saham mendorong munculnya perilaku oportunistik, terutama dalam pengungkapan informasi spesifik perusahaan. Dalam konteks ini, *Bad News Hoarding Hypothesis* menguraikan bagaimana manajer memiliki insentif untuk menunda pengungkapan informasi buruk hingga akumulasi berita negatif tersebut menyebabkan crash harga saham secara tiba-tiba. Meskipun banyak penelitian sebelumnya hanya memeriksa pengaruh masing-masing faktor terhadap SPCR secara terpisah, studi ini menanggapi rekomendasi dari Habib et al. (2008), Ali et al. (2022), dan Haseeb et al. (2022) yang menyerukan

pentingnya pendekatan holistik dan lintas-konteks dalam mengkaji motif, mekanisme, dan pengawasan terhadap perilaku manajer dalam menimbun informasi buruk.

Sebagai respons terhadap keterbatasan pendekatan terdahulu, penelitian ini menawarkan model empiris yang lebih komprehensif dengan mengintegrasikan tiga elemen utama penyebab SPCR. Pertama, kompensasi eksekutif dianalisis sebagai motif utama yang mendorong manajer untuk menunda pengungkapan informasi negatif. Kedua, mekanisme penyembunyian informasi buruk diwakili oleh praktik manajemen laba dan pengungkapan ESG, yang seringkali digunakan sebagai alat impression management. Ketiga, kepatuhan syariah diposisikan sebagai variabel moderasi yang merepresentasikan mekanisme pengawasan berbasis nilai untuk menekan perilaku oportunistik manajer. Dengan demikian, model ini tidak hanya memperluas pemahaman teoritis tentang penyebab SPCR, tetapi juga menawarkan pendekatan terintegratif yang relevan dalam konteks pasar negara berkembang, khususnya Indonesia dan Malaysia.

Kebaruan utama penelitian ini dibedakan atas 3 yaitu; (1). pengujian simultan pengaruh kompensasi manajemen, manajemen laba, dan ESG terhadap risiko crash saham, (3) temuan empiris yang menantang asumsi klasik mengenai peran manajemen laba dan ESG dalam risiko crash saham, serta (4) analisis dalam konteks negara berkembang yang memiliki karakteristik pasar modal berbeda dari negara maju.

Hasil penelitian ini memberikan temuan empiris yang berbeda dan menentang penelitian empiris sebelumnya. Kompensasi manajemen puncak berpengaruh negatif terhadap risiko *crash* saham. Artinya, semakin tinggi kompensasi yang diterima oleh manajer, semakin rendah kemungkinan terjadinya *crash* saham di masa depan. Temuan ini bertentangan dengan banyak penelitian empiris sebelumnya yang menggunakan Teori Keagenan Klasik, tetapi hasil penelitian dapat dijelaskan dengan menggunakan *Behavioral Agency Model/BAM* (Wiseman & Gomez-Mejia, 1998). Menurut BAM, dalam mengambil keputusan dan bertindak, manajer tidak hanya mempertimbangkan keuntungan finansial dari tindakan mereka, tetapi juga risiko pribadi yang dapat timbul sebagai konsekuensi dari keputusan strategis yang diambil. Manajer dengan kompensasi tinggi akan bersikap lebih hati-hati dalam pengambilan risiko, karena mereka memiliki lebih banyak hal yang dipertaruhkan, seperti bonus kinerja, saham perusahaan yang mereka miliki, serta reputasi profesional mereka. Hal ini menjelaskan mengapa kompensasi tinggi dapat mengurangi kecenderungan manajer untuk menunda pengungkapan berita buruk, karena mereka menyadari bahwa akumulasi informasi negatif yang terlalu lama dapat menyebabkan kehancuran yang lebih besar di masa depan, juga akan mempengaruhi kekayaan dan merugikan posisi mereka.

Penelitian ini memperkenalkan *Behavioral Agency Model* dalam studi tentang risiko *crash* harga saham, dengan menunjukkan bahwa kompensasi tinggi tidak selalu mendorong manajer untuk menunda pengungkapan informasi negatif. Sebaliknya, dalam kondisi tertentu, kompensasi yang lebih besar justru dapat

mendorong manajer untuk lebih berhati-hati dalam mengelola risiko, menghindari volatilitas pasar yang berlebihan, serta memastikan transparansi dan keberlanjutan bisnis. Oleh karena itu, penelitian ini tidak hanya memperkenalkan kontribusi teoretis dalam pemahaman BAM dalam konteks kompensasi manajemen, tetapi juga memberikan wawasan baru bagi akademisi dan praktisi tentang bagaimana struktur insentif dapat digunakan sebagai alat untuk memitigasi risiko *crash* saham dalam lingkungan bisnis yang berbeda.

Selain dapat dijelaskan melalui kerangka *Behavioral Agency Model* (BAM), temuan ini juga sejalan dengan perspektif *Behavioral Agency Theory* (BAT) yang dikembangkan oleh Pepper dan Gore (2015). BAT menekankan bahwa keputusan manajerial tidak hanya didorong oleh rasionalitas ekonomi semata, tetapi juga dipengaruhi oleh faktor psikologis seperti persepsi risiko pribadi, sensitivitas terhadap kehilangan (*loss sensitivity*), dan kebutuhan akan status serta legitimasi sosial. Dalam konteks ini, kompensasi yang tinggi dapat berfungsi sebagai bentuk *psychological security* yang menurunkan kecenderungan manajer untuk menyembunyikan informasi buruk, karena mereka merasa posisi dan statusnya telah cukup aman secara finansial dan sosial. Bertentangan dengan asumsi teori keagenan klasik yang menganggap insentif besar mendorong perilaku oportunistik, BAT justru menekankan bahwa insentif tersebut dapat mendorong manajer untuk bertindak lebih hati-hati dan bertanggung jawab guna menjaga reputasi jangka panjang. Dengan demikian, BAT memberikan landasan teoritis yang relevan untuk memahami mengapa, dalam konteks tertentu, kompensasi moneter yang besar dapat menurunkan kecenderungan untuk melakukan

penimbunan informasi buruk dan mengurangi kemungkinan terjadinya *stock price crash risk*.

Hasil penelitian ini tidak hanya memberikan bukti empiris baru yang bertentangan dengan prediksi teori keagenan klasik, tetapi juga memperkenalkan pendekatan teoritis *Behavioral Agency Model* (BAM) dan *Behavioral Agency Theory* (BAT). BAM (Wiseman & Gomez-Mejia, 1998) digunakan untuk menjelaskan bahwa manajer dengan kompensasi tinggi mungkin menjadi lebih sensitif terhadap risiko kehilangan (*loss aversion*) sehingga menghindari tindakan yang dapat mengancam posisinya, termasuk menyembunyikan informasi buruk. Sementara itu, BAT (Pepper & Gore, 2015) memperluas pemahaman ini dengan menekankan bahwa keputusan manajerial tidak semata-mata dipengaruhi oleh insentif ekonomi, tetapi juga oleh faktor psikologis dan sosial seperti kebutuhan akan status, reputasi, dan persepsi risiko pribadi. Integrasi kedua pendekatan ini memungkinkan penjelasan yang lebih holistik atas temuan bahwa kompensasi manajemen puncak justru berpengaruh negatif terhadap risiko crash saham. Pendekatan ini menunjukkan bahwa dalam konteks tertentu terutama di pasar negara berkembang dengan nilai sosial dan religius yang kuat, kompensasi yang tinggi dapat mendorong perilaku etis dan kehati-hatian, bukan sebaliknya. Dengan demikian, penelitian ini memberikan kontribusi teoritis penting dengan memperluas kerangka keagenan ke arah perspektif perilaku (*behavioral*) yang lebih kontekstual dan realistis.

Hasil pengujian pengaruh manajemen laba terhadap resiko crash juga berbeda dari penelitian sebelumnya. Dalam penelitian ini, manajemen laba tidak

memiliki pengaruh signifikan terhadap risiko *crash* saham di Indonesia dan Malaysia. Temuan ini bertentangan dengan banyak penelitian sebelumnya yang berargumen bahwa manajer menggunakan manajemen laba sebagai alat utama untuk menunda pengungkapan informasi negatif. Dalam teori *Bad News Hoarding*, manajemen laba sering dianggap sebagai salah satu mekanisme yang memungkinkan manajer menyembunyikan kinerja keuangan yang buruk hingga akhirnya tidak lagi dapat dikendalikan, yang mengarah pada *crash* saham yang lebih besar. Namun, dalam konteks penelitian ini, tidak ditemukan cukup bukti bahwa manajer di Indonesia dan Malaysia secara sistematis menggunakan manajemen laba sebagai strategi utama dalam menyimpan informasi buruk.

Temuan ini mencerminkan bahwa karakteristik struktur kepemilikan di Indonesia dan Malaysia adalah lebih terkonsentrasi. Pada perusahaan yang kepemilikan sahamnya terkonsentrasi, pengawasan pemegang saham mayoritas yang lebih kuat, sehingga dapat membatasi fleksibilitas manajer dalam memanfaatkan manajemen laba sebagai sarana untuk menunda pengungkapan informasi. Dengan demikian, penelitian ini memberikan kontribusi baru dalam literatur keuangan dengan menyoroti bahwa dampak manajemen laba terhadap risiko *crash* saham tidak bersifat universal, tetapi sangat bergantung pada faktor kelembagaan dan lingkungan tata kelola yang berlaku. Hal ini memberikan wawasan penting bagi regulator dan investor dalam memahami bahwa risiko *crash* saham tidak hanya dipengaruhi oleh praktik akuntansi, tetapi juga oleh dinamika kepemilikan dan efektivitas mekanisme pengawasan dalam suatu pasar.

Selanjutnya, penelitian ini menemukan bahwa pengungkapan ESG tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap kemungkinan risiko *crash* saham. Hasil penelitian ini juga bertentangan dengan sebagian besar penelitian sebelumnya yang menemukan bahwa ESG *disclosure* dapat meningkatkan transparansi perusahaan dan mengurangi *risiko crash* dengan memperbaiki kepercayaan investor. Dalam banyak penelitian empiris sebelumnya, pengungkapan ESG dianggap sebagai indikator penting yang dapat menunjukkan kualitas tata kelola perusahaan dan komitmen perusahaan terhadap keberlanjutan, sehingga meningkatkan keterbukaan informasi serta mengurangi ketidakpastian di pasar. Namun, temuan penelitian ini menunjukkan bahwa di Indonesia dan Malaysia, ESG lebih sering digunakan sebagai strategi komunikasi atau *greenwashing* dibandingkan sebagai alat transparansi yang sebenarnya. Selain itu, dalam konteks negara berkembang, banyak perusahaan mungkin menggunakan ESG disclosure sebagai alat pencitraan untuk meningkatkan reputasi mereka tanpa benar-benar berkomitmen pada praktik keberlanjutan yang nyata. Oleh karena itu, meskipun ESG disclosure meningkat dalam beberapa tahun terakhir, pengaruhnya terhadap stabilitas harga saham belum cukup kuat untuk secara langsung memitigasi risiko *crash* saham. Hal ini juga menunjukkan bahwa efektivitas ESG sebagai alat mitigasi risiko sangat bergantung pada tekanan dari investor dan pemangku kepentingan serta keberadaan regulasi yang memastikan bahwa pengungkapan ESG dilakukan secara akurat dan dapat dipercaya.

Kebaruan utama dari penelitian ini integrasi tiga variabel utama dalam satu model penelitian. Sebagian besar studi sebelumnya hanya meneliti pengaruh

masing-masing variabel secara terpisah, seperti bagaimana kompensasi manajemen dapat memicu perilaku oportunistik manajer dalam menunda pengungkapan informasi, atau bagaimana manajemen laba dapat digunakan untuk menciptakan ilusi stabilitas keuangan sebelum akhirnya memicu crash saham yang lebih besar. Di sisi lain, banyak penelitian yang berasumsi bahwa ESG dapat meningkatkan transparansi perusahaan dan mengurangi risiko crash saham dengan membangun kepercayaan investor. Namun, belum ada penelitian yang secara eksplisit menguji bagaimana ketiga variabel ini berinteraksi dalam mempengaruhi risiko crash saham secara simultan, terutama dalam konteks negara berkembang seperti Indonesia dan Malaysia yang memiliki karakteristik tata kelola perusahaan dan regulasi yang berbeda dari negara maju.

Temuan selanjutnya dari penelitian ini adalah kepatuhan syariah tidak signifikan memoderasi pengaruh kompensasi manajemen, manajemen laba, dan pengungkapan ESG terhadap resiko crash. Secara teoritis, kepatuhan syariah diharapkan dapat meningkatkan transparansi perusahaan dan mengurangi tingkat asimetri informasi, sehingga mampu membatasi perilaku oportunistik manajer yang berpotensi meningkatkan risiko crash saham. Prinsip-prinsip syariah yang berlandaskan pada etika bisnis Islam mengedepankan kejujuran, transparansi, dan akuntabilitas dalam pengelolaan perusahaan. Oleh karena itu, kepatuhan terhadap prinsip-prinsip tersebut seharusnya dapat memperkuat mekanisme tata kelola perusahaan dan mencegah praktik manipulatif yang dapat menimbulkan volatilitas harga saham yang ekstrem. Namun, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepatuhan syariah tidak terbukti berperan sebagai variabel moderasi dalam

hubungan antara kompensasi manajemen, manajemen laba, dan pengungkapan ESG terhadap risiko crash saham.

Temuan ini mengindikasikan bahwa keberadaan kepatuhan syariah dalam perusahaan tidak serta-merta memastikan adanya transparansi yang lebih tinggi atau pengurangan perilaku oportunistik manajer. Salah satu faktor yang dapat menjelaskan hasil ini adalah variasi dalam implementasi prinsip syariah di berbagai perusahaan. Tidak semua perusahaan yang terdaftar sebagai perusahaan syariah benar-benar menerapkan prinsip tata kelola Islam secara ketat. Beberapa perusahaan mungkin hanya memenuhi persyaratan formal untuk masuk dalam daftar efek syariah, tetapi dalam praktiknya tidak secara konsisten menerapkan nilai-nilai transparansi dan kejujuran sebagaimana diharapkan dalam sistem keuangan Islam. Hal ini menyebabkan efektivitas kepatuhan syariah sebagai alat kontrol manajerial masih dipertanyakan, terutama dalam konteks bagaimana perusahaan mengelola informasi yang berpotensi memengaruhi harga saham.

Hasil penelitian ini memberikan wawasan baru bahwa kepatuhan syariah sebagai variabel moderasi belum cukup kuat untuk memengaruhi hubungan antara kompensasi manajemen, manajemen laba, dan pengungkapan ESG terhadap risiko crash saham. Hasil ini menantang asumsi bahwa perusahaan syariah secara otomatis memiliki tata kelola yang lebih baik dan transparansi yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan non-syariah. Dalam konteks Indonesia dan Malaysia, di mana pasar modal masih berkembang dan regulasi terkait kepatuhan syariah masih dalam tahap penyempurnaan, efektivitas kepatuhan syariah sebagai mekanisme pengawasan terhadap perilaku manajerial masih perlu dikaji lebih

lanjut. Oleh karena itu, penelitian ini menekankan perlunya penguatan regulasi dan pengawasan dalam memastikan bahwa perusahaan yang terdaftar sebagai syariah benar-benar menjalankan prinsip-prinsip tata kelola yang sesuai, sehingga dapat berfungsi sebagai mekanisme kontrol yang efektif dalam mengurangi asimetri informasi dan mengelola risiko pasar secara lebih transparan.

Kebaruan dari sisi metodologi adalah, penelitian ini juga menawarkan pendekatan yang lebih kuat dalam menguji hubungan antara variabel independen dan risiko crash saham. Dengan menggunakan model regresi panel dengan efek acak (*Random Effect Model, REM*), penelitian ini memastikan bahwa hasil yang diperoleh tidak bias akibat perbedaan spesifik antar perusahaan yang tidak teramati secara langsung.

1.5 Kontribusi Penelitian

Penelitian disertasi ini memberikan kontribusi yang signifikan dalam memperluas pemahaman studi bagaimana mekanisme insentif dan praktik pengungkapan informasi memengaruhi SPCR yaitu dengan mengintegrasikan berbagai faktor yang sebelumnya dianalisis secara terpisah dalam satu model yang lebih komprehensif. Temuan penelitian ini dimana kompensasi eksekutif berkorelasi negatif terhadap SPCR, serta tidak signifikannya pengaruh manajemen laba dan pengungkapan ESG, menunjukkan bahwa perilaku manajerial dalam mengelola informasi tidak sepenuhnya digerakkan oleh dorongan finansial jangka pendek. Hasil ini memperkaya literatur *Behavioral Agency Model (BAM)* dan *Behavioral Agency Theory (BAT)* dengan memberikan bukti empiris bahwa

persepsi risiko, preferensi waktu, dan motivasi intrinsik memainkan peran penting dalam pengambilan keputusan terkait transparansi informasi.

Selain itu, hasil bahwa ESG disclosure tidak berpengaruh terhadap risiko crash menguatkan kajian mengenai *impression management* dan praktik *greenwashing*, yang menyatakan bahwa pengungkapan ESG dapat digunakan sebagai alat simbolik untuk membentuk citra positif perusahaan, meskipun tidak mencerminkan kinerja aktual. Penelitian ini juga berkontribusi pada pengembangan kajian kepatuhan syariah dalam konteks tata kelola, dengan menunjukkan bahwa kepatuhan yang bersifat prosedural belum mampu membatasi perilaku oportunistik secara substantif. Dengan demikian, studi ini membuka ruang untuk pengembangan teori tentang pengawasan berbasis nilai yang lebih kontekstual dan berorientasi substansi dalam menjelaskan perilaku manajerial dan dinamika risiko pasar.

Penelitian ini berkontribusi dalam aspek metodologis dengan mengintegrasikan tiga kelompok variabel dalam satu model yang komprehensif untuk menjelaskan risiko penurunan harga saham secara drastis (stock price crash risk/SPCR). Kompensasi eksekutif diposisikan sebagai representasi dari motif manajerial dalam melakukan penimbunan informasi buruk (bad news hoarding), sementara manajemen laba dan pengungkapan ESG berfungsi sebagai mekanisme teknis yang digunakan oleh manajer dalam menyembunyikan informasi negatif dari pasar. Di sisi lain, kepatuhan syariah diperankan sebagai mekanisme pengendalian berbasis nilai yang berpotensi membatasi perilaku oportunistik manajer melalui prinsip etika dan pengawasan moral.

Model integratif ini memberikan pendekatan baru dalam pengujian hubungan antara variabel-variabel tersebut terhadap SPCR, dengan memperhatikan simultanitas pengaruh motif, alat, dan kontrol dalam satu kerangka analisis. Pendekatan ini tidak hanya memperkaya pemahaman konseptual, tetapi juga menawarkan kerangka empiris yang lebih reflektif terhadap kompleksitas perilaku manajer dalam konteks tata kelola dan pengungkapan informasi spesifik perusahaan, khususnya pada perusahaan yang berada dalam kerangka institusional berbasis nilai seperti perusahaan syariah

Kontribusi penelitian secara praktis memberikan wawasan berharga bagi pemangku kepentingan perusahaan, khususnya manajemen, dewan komisaris, komite audit, dan pemegang saham, untuk memahami bagaimana struktur kompensasi dan transparansi informasi memengaruhi stabilitas harga saham dan menimbulkan SPCR. Bagi manajemen, temuan bahwa kompensasi eksekutif yang tepat dapat menurunkan SPCR menunjukkan pentingnya merancang paket insentif yang tidak hanya kompetitif secara finansial, tetapi juga mempertimbangkan aspek psikologis dan preferensi risiko manajer. Selain itu hasil penelitian ini mendorong manajemen dalam penerapan strategi pengungkapan informasi yang lebih berkualitas dan berdasarkan pada substansi, bukan sekadar kepatuhan formal atau simbolisme semata. Tidak significannya pengaruh ESG disclosure dan manajemen laba terhadap SPCR mengisyaratkan bahwa sekadar kepatuhan formal tanpa kualitas informasi yang memadai tidak cukup untuk mencegah penimbunan informasi buruk. Oleh karena itu, perusahaan, baik syariah maupun non-syariaiperlu memperkuat praktik tata kelola yang substantif, termasuk kejelasan

fungsi pengawasan syariah agar tidak sekadar prosedural. Pendekatan tata kelola berbasis nilai dan integritas akan menjadi fondasi penting dalam membangun kepercayaan investor dan menjaga keberlanjutan nilai perusahaan di pasar modal.

