

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1 *Grand Theory*

2.1.1 *Agency Theory*

Grand theory yang mendasari penelitian ini adalah teori keagenan (*agency theory*) yaitu hubungan antara 2 pihak, yang pertama pemilik (*principal*) dan yang kedua manajemen agen. Secara umum, *principal* adalah pihak yang memiliki kepentingan atau tujuan yang ingin dicapai, sedangkan agen adalah pihak yang ditugaskan untuk bertindak atas nama *principal* untuk mencapai tujuan tersebut. Hubungan antara *principal* dan agen ini sering terjadi dalam berbagai situasi bisnis dan organisasi, seperti hubungan antara pemilik perusahaan (*principal*) dan manajernya (agen), hubungan antara pemegang saham (*principal*) dan direksi perusahaan (agen), atau hubungan antara pemilik properti (*principal*) dan agen properti (agen).

Teori agensi menyatakan bahwa apabila terdapat pemisahan antara pemilik sebagai *principal* dan manajer sebagai agen yang menjalankan perusahaan maka akan muncul permasalahan agensi karena masing masing pihak tersebut akan selalu berusaha untuk memaksimalkan fungsi utilitasnya (Astria, 2011). Akan tetapi, dengan berkembangnya perusahaan yang semakin besar mengakibatkan sering terjadinya konflik antara pemilik dan manajemen dalam hal ini adalah pemegang saham (investor) dan pihak agent yang diwakili oleh manajemen (direksi). Agen dikontrak melalui tugas tertentu bagi *principal* dan mempunyai tanggung jawab atas tugas yang diberikan oleh *principal*. *Principal* mempunyai kewajiban yaitu memberi imbalan kepada agen atas jasa yang telah diberikan oleh agen. Adanya perbedaan kepentingan antara manajemen (agen) dan *principal* inilah yang dapat menimbulkan terjadinya konflik keagenan. *Principal* dan agen sama-sama menginginkan keuntungan yang besar. *Principal* dan agen juga sama-sama menghindari adanya risiko (Astria, 2011).

Kepemilikan dan pengendalian yang terpisah dalam suatu perusahaan adalah salah satu faktor yang memicu timbulnya konflik kepentingan yang bisa disebut dengan konflik keagenan atau (*agency theory*). Konflik keagenan timbul antara pihak yang memiliki kepentingan dan tujuan yang berbeda-beda dapat menyulitkan dan

menghambat perusahaan dalam mencapai kinerja yang positif guna menghasilkan nilai untuk perusahaan itu sendiri dan juga bagi *shareholders* (Putra, 2012).

Berdasarkan beberapa definisi diatas dapat disimpulkan bahwa teori agensi adalah teori yang timbul antara 2 pihak yaitu pemilik dengan manajemen. Kedua pihak ini mempunyai tujuan yang berbeda, pihak pemilik menginginkan laba yang sebesar-besarnya sedangkan pihak manajemen menginginkan bonus yang besar. Sehingga kedua pihak ini selalu terjadi konflik karena perbedaan tujuan tersebut.

Teori agensi mendukung dalam penelitian ini yang berpendapat bahwa CEO *overconfidence* ingin bertindak berdasarkan keinginan yang menguntungkan perusahaan dan memikirkan hasil dari keuntungan yang berlipat dari investasi didalam perusahaan. Sebagai pemilik perusahaan, pemegang saham menunjuk seorang manajer sebagai agen untuk mengelola dan pembuat keputusan di suatu perusahaan. Pemegang saham akan memberikan kompensasi kepada manajer dengan harapan manajer dapat mengelola perusahaan secara efisien serta akan bertindak sesuai kepentingan pemegang saham. Kompensasi yang diberikan pemegang saham bisa dalam bentuk *short-term* dan *long-term*. Pilihan investasi merupakan suatu kesempatan untuk berkembang, namun seringkali perusahaan tidak selalu dapat melaksanakan semua kesempatan investasi di masa yang akan datang. Bagi perusahaan yang tidak dapat menggunakan kesempatan investasi akan mengalami pengeluaran yang lebih tinggi. Nilai *Investment Opportunity Set* (IOS) bergantung pada pengeluaran-pengeluaran yang ditetapkan manajemen dimasa yang akan datang yang merupakan pilihan-pilihan investasi yang diharapkan akan menghasilkan return yang lebih besar dari biaya modal dan dapat menghasilkan keuntungan.

2.2 Struktur Modal

Struktur modal adalah proporsi dari penggunaan modal sendiri dan hutang dalam memenuhi kebutuhan dana perusahaan. Bila struktur modal suatu perusahaan besar, maka tingkat produktivitas akan meningkat sesuai dengan struktur modal yang dimiliki perusahaan tersebut dan akan berdampak positif bagi kelangsungan usahanya (Mulyani, 2017).

Gayatri & Mustanda (2014) dalam Pranyoto et all (2020), mengemukakan bahwa struktur modal merupakan perimbangan antara penggunaan modal pinjaman yang terdiri dari hutang jangka panjang dengan modal sendiri yang terdiri dari saham preferen dan saham biasa.

Struktur modal menggambarkan bagaimana sebuah perusahaan membiayai seluruh kegiatan operasi serta pertumbuhan perusahaan dari berbagai sumber pendanaan dan struktur modal juga mengacu pada seberapa jauh perusahaan memanfaatkan pembiayaan utang untuk meningkatkan laba perusahaan (Setyawan, dkk., 2016).

Menurut Prihadi (2019: 45) Tujuan manajemen struktur modal adalah memadukan sumber-sumber dana permanen yang digunakan perusahaan untuk operasionalnya yang akan memaksimalkan nilai perusahaan itu sendiri. Pencarian struktur modal yang optimal merupakan pekerjaan yang sangat sulit, karena adanya konflik yang mengarah kepada biaya agensi. Konflik lama terjadi antara pemegang saham dan pemegang obligasi dalam penetapan struktur modal optimal suatu perusahaan. Maka untuk mengurangi kemungkinan manajemen menanggung resiko berlebihan atas nama pemegang saham, perlu memasukkan beberapa batasan protektif.

Selain itu, teori struktur modal dianggap penting karena besarnya biaya modal keseluruhan nantinya akan digunakan sebagai *cut of rate* pada pengambilan keputusan investasi. Menurut Hanafi (2017) teori mengenai struktur modal terdiri dari:

1. Pendekatan Tradisional

Menurut teori pendekatan tradisional terdapat struktur modal yang optimal. Dengan kata lain struktur modal mempunyai pengaruh terhadap nilai suatu perusahaan. Struktur modal bisa diubah-ubah agar bisa diperoleh nilai perusahaan yang optimal.

2. Pendekatan Modigliani dan Miller (MM)

Pada pendekatan Modigliani dan miller (MM), tahun1960-an kedua ekonom tersebut memasukan faktor pajak ke dalam analisis mereka. Dalam teori MM, terdapat berbagai asumsi yang dirasa tidak realistis, hasil ketidakrelevanan MM memiliki arti yang sangat penting dengan menunjukkan kondisi-kondisi dimana struktur modal tersebut tidak relevan. MM juga telah memberikan petunjuk mengenai hal-hal apa yang dibutuhkan agar membuat struktur modal

menjadi relevan dan yang mempengaruhi nilai perusahaan Brigham dan Houston (2006). Mereka sampai pada kesimpulan bahwa nilai perusahaan dengan utang lebih tinggi adalah tidak relevan dibandingkan nilai perusahaan tanpa utang. Kenaikan tersebut dikarenakan adanya penghematan pajak dari penggunaan utang.

3. *Teori Trade-Off*

Teori *trade off* merupakan gabungan antara teori struktur modal Modigliani dan Miller dengan memasukkan biaya kebangkrutan dan biaya keagenan yang mengindikasikan adanya penghematan pajak dari utang dengan biaya kebangkrutan. Pada teori ini, mengasumsikan bahwa struktur modal perusahaan merupakan hasil pertukaran (*trade-off*) dari keuntungan pendanaan melalui utang (pajak perusahaan yang menguntungkan) dengan tingkat suku bunga dan biaya kebangkrutan yang lebih tinggi. Sehingga pada teori ini, perusahaan lebih suka mendapatkan dana dari eksternal perusahaan daripada dana yang berasal dari internal perusahaan.

4. Model Miller dengan Pajak Perusahaan dan Personal

Modigliani dan Miller mengembangkan model struktur modal tanpa pajak dan dengan pajak. Nilai perusahaan dengan pajak lebih tinggi dibandingkan dengan nilai perusahaan tanpa pajak. Selisih tersebut diperoleh melalui penghematan pajak karena bunga bisa dipakai untuk mengurangi pajak. Miller kemudian mengembangkan model struktur modal dengan memasukkan pajak personal. Pemegang saham dan pemegang utang harus membayar pajak jika mereka menerima dividen (untuk pemegang saham) atau bunga (untuk pemegang utang). Menurut model tersebut, tujuan yang ingin dicapai adalah tidak hanya meminimalkan pajak perusahaan, tetapi meminimalkan total pajak yang harus dibayarkan (pajak perusahaan, pajak atas pemegang saham, dan pajak atas pemegang utang).

5. *Pecking-Order Theory*

Teori *pecking order* bisa menjelaskan kenapa perusahaan yang mempunyai tingkat keuntungan yang tinggi justru mempunyai tingkat utang yang lebih kecil. Tingkat utang yang kecil tersebut tidak dikarenakan perusahaan mempunyai target tingkat utang yang kecil, tetapi karena mereka tidak

membutuhkan dana eksternal. Tingkat keuntungan yang tinggi menjadikan dana internal mereka cukup untuk memenuhi kebutuhan investasi. Pada perusahaan yang menggunakan teori pecking-order ini, mereka lebih suka menggunakan dana internal perusahaan dibandingkan dengan dana eksternal perusahaan.

6. Teori Asimetri: Informasi dan *Signaling*

Konsep signaling dan asimetri informasi berkaitan erat. Teori asimetri mengatakan bahwa pihak-pihak yang berkaitan dengan perusahaan tidak mempunyai informasi yang sama mengenai prospek dan risiko perusahaan. Pihak tertentu mempunyai informasi yang lebih baik dibandingkan pihak lainnya. Manajer biasanya mempunyai informasi yang lebih baik dibandingkan dengan pihak luar (investor). Karena itu bisa dikatakan terjadi asimetri informasi antara manajer dengan investor. Teori signaling adalah model dimana struktur modal (penggunaan utang) merupakan sinyal yang disampaikan oleh manajer ke pasar. Perusahaan yang meningkatkan utang bisa dipandang sebagai perusahaan yang yakin dengan prospek perusahaan di masa mendatang. Karena cukup yakin, maka manajer perusahaan tersebut berani menggunakan utang yang lebih besar. Investor diharapkan akan menangkap sinyal tersebut, signal bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik. Dengan demikian utang merupakan tanda atau sinyal positif.

Debt to Equity Ratio (DER) merupakan salah satu rasio yang digunakan untuk menggambarkan struktur modal perusahaan. DER menurut Sawir (2003) merupakan suatu rasio yang menggambarkan perbandingan utang dan ekuitas dalam pendanaan perusahaan dan menunjukkan kemampuan modal sendiri perusahaan tersebut untuk memenuhi seluruh kewajibannya.

Menurut Alwi (1994) Analisis struktur modal sangat penting bagi perusahaan karena keputusan tentang DER tertentu akan mempengaruhi keadaan perusahaan dalam persaingan yang sangat ketat seperti sekarang ini. *Debt to equity ratio* mengindikasikan penyediaan dana oleh pemegang saham terhadap pemberi pinjaman. Semakin tinggi rasio DER, maka semakin rendah pendanaan perusahaan yang disediakan oleh pemegang saham, dalam artian semakin tinggi DER maka tingkat penggunaan hutang perusahaan akan semakin tinggi pula, sedangkan

semakin rendah DER maka semakin baik perusahaan tersebut dalam memenuhi kewajibannya. DER dengan angka dibawah 1,00 mengindikasikan bahwa suatu perusahaan memiliki hutang yang lebih kecil dari modal (ekuitas) yang dimilikinya. Rumus DER dapat dijelaskan sebagai berikut:

$$DER = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Ekuitas}} \times 100\%$$

2.3 CEO *Overconfidence*

Kepemimpinan merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi keberhasilan suatu organisasi dalam mencapai tujuannya. Begitu juga dalam dunia bisnis, seorang CEO (*Chief Executive Officer*) memiliki peran dalam menentukan arah pengembangan bisnis guna mencapai tujuan perusahaan (Fionita *et al.*, 2022).

Daniel *et al.*, (1998) dalam Lestari (2023) mendefinisikan *overconfidence* sebagai reaksi berlebihan terhadap keakuratan sinyal informasi pribadi dan reaksi kurang terhadap sinyal informasi publik.

Overconfidence atau terlalu percaya diri adalah karakteristik personal yang menggambarkan kecenderungan individu untuk berpikir bahwa mereka lebih baik dari yang sebenarnya dalam kemampuan, penilaian, dan motivasi untuk sukses (Brunzel, *et al.*, 2020). Menurut Moore & Healy (2008) terdapat tiga jenis *overconfidence*. Jenis pertama adalah *overestimation*, yang terjadi ketika seseorang melebih-lebihkan tingkat kemampuan, kinerja, kendali, atau kemungkinan sukses mereka. Jenis kedua adalah *overplacement*, yang terjadi ketika seseorang percaya bahwa dirinya lebih baik daripada orang lain. Atribut ini merupakan efek dari *overestimation*. Tipe ketiga adalah *overprecision*, yaitu ketika seseorang percaya bahwa keyakinannya lebih tepat daripada yang sebenarnya. *Overconfidence* pada dasarnya berasal dari gagasan tentang efek "lebih baik dari rata-rata". *Overconfidence* biasanya dibangun melalui dorongan kerabat, seringnya mendapatkan pengalaman sukses, membantu mereka untuk terbiasa dengan kesuksesan dan membuat mereka percaya bahwa mereka berada pada tingkat yang lebih tinggi daripada yang orang lain (Hirshleifer *et. al.*, 2012).

CEO memainkan peran penting dalam menentukan nilai perusahaan dengan mempresentasikan visi dan strategi jangka panjang perusahaan serta menetapkan rencana investasi, pembiayaan dan operasi perusahaan (Kang & Cho, 2020). Bias psikologis, seperti *overconfidence*, memiliki pengaruh yang signifikan terhadap proses pengambilan keputusan perusahaan. Karakteristik *overconfidence* secara signifikan berpengaruh terhadap pemilihan risiko, yang mana mereka cenderung mengambil keputusan dengan risiko yang lebih tinggi atau risk taking (J. B. Kim *et al.*, 2016; Malmendier & Tate, 2005; Salehi *et al.*, 2020). Ketika manajer yang *overconfidence* mengevaluasi, mereka cenderung lebih optimis dengan menilai kemungkinan kejadian yang menguntungkan pada arus kas perusahaan melebihi kenyataan dan meremehkan potensi risiko masa depan (Ho *et al.*, 2016).

Penelitian ini menggunakan *overinvestment* sebagai proksi pengukuran *CEO overconfidence*. *Overinvestment* ditinjau dari kelebihan investasi (*excess investment*) perusahaan. *Excess investment* diperoleh dari nilai residu atas regresi pertumbuhan aset dan pertumbuhan penjualan, kemudian diukur menggunakan variabel *dummy*. Berikut rumus *overinvestment* menurut Sumunar dan Djakman (2020).

$$\mathbf{Investment}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{-Asset growth}_{i,t} + \beta_2 \text{Sales growth}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Keterangan:

*Investment*_{i,t} : Ukuran dari total investasi (perolehan aset tetap, biaya riset dan pengembangan, serta pelepasan aset tetap) perusahaan *i* pada tahun *t*.

*Asset growth*_{i,t} : Persentase perubahan total aset perusahaan *i* pada tahun *t* yang diperoleh dengan membandingkan total aset perusahaan tahun berjalan dengan tahun sebelumnya.

*Sales growth*_{i,t} : Persentase perubahan total penjualan perusahaan *i* pada tahun *t* yang diperoleh dengan membandingkan total penjualan perusahaan tahun berjalan dengan tahun sebelumnya.

$\varepsilon_{i,t}$: Kelebihan investasi (*excess investment*) yang akan digunakan untuk mengukur CEO *overconfidence* perusahaan *i* pada tahun *t*.

Hasil residu dari model 3.4 ($\varepsilon_{i,t}$) kemudian dibandingkan dengan nilai median industri. CEO perusahaan i diklasifikasikan sebagai *overconfidence* dan diberi nilai 1 apabila nilai residu model 3.4 ($\varepsilon_{i,t}$) lebih besar daripada nilai median industri (nilai buku dibagi dengan ROA) di mana perusahaan i berada, dan bernilai 0 untuk sebaliknya.

2.3.1 Dampak Positif dari CEO *Overconfidence*

Terdapat beberapa alasan yang mendasari CEO *overconfidence* memiliki efek positif pada perusahaan. Hayward *et al.* (2010) berpendapat bahwa *Overconfidence* CEO memiliki ketahanan emosional dan kognitif yang lebih besar, yang diperlukan untuk mengejar upaya yang menantang dan berisiko tinggi. *Overconfidence* dapat memicu pemrosesan informasi dan pembuatan keputusan relatif lebih cepat (Gigerenzer & Gaissmaier, 2011; Trevelyan, 2008). *Overconfidence* CEO menghargai kontribusi upaya pribadinya terhadap kinerja perusahaan secara keseluruhan dan dengan demikian lebih berkomitmen (Vitanova, 2019). *Overconfidence* CEO juga cenderung mengembangkan visi yang menginspirasi, menetapkan tujuan yang ambisius dan ketika mampu mencapainya, meningkatkan nilai perusahaan (Hilary *et al.*, 2016).

CEO *overconfidence* tidak hanya memiliki sisi positif untuk proses pengambilan keputusan internal tetapi juga untuk persepsi eksternal. Kepercayaan diri memiliki “nilai sinyal” yang membuatnya lebih mudah untuk meyakinkan orang lain (Vitanova, 2019). Ini penting karena penilaian eksternal oleh pemegang saham, pemangku kepentingan, media atau analis bergantung kepada pemimpinnya. *Overconfidence* CEO juga dianggap lebih kompeten oleh rekan-rekannya (Kennedy *et al.*, 2013). *Overconfidence* CEO lebih cenderung memulai perubahan yang signifikan dalam strategi inovasi perusahaan mereka (Galasso & Simcoe, 2011; Hirshleifer *et al.*, 2012; Tang *et al.*, 2016). Saat penjualan meningkat ataupun menurun, *Overconfidence* CEO cenderung mempertahankan investasi R&D (Hur *et al.*, 2019; Z. Wang *et al.*, 2020) dan juga mendorong investasi R&D likuid dan menguntungkan (Zavertiaeva *et al.*, 2018). R&D mewakili biaya dan investasi jangka panjang, dukungan kebijakan untuk mengkapitalisasi biaya R&D dapat dianggap sebagai peningkatan keberlanjutan bisnis. Investasi R&D dari

Overconfidence CEO lebih produktif dalam menghasilkan inovasi (Hirshleifer *et al.*, 2012). Mereka terbukti mendapatkan lebih banyak paten dan kutipan paten, dan mencapai kesuksesan inovatif yang lebih besar (Galasso & Simcoe, 2011; Hirshleifer *et al.*, 2012).

Sesuai penjelasan diatas bahwa CEO *overconfidence* memiliki sisi positif dimana mampu memimpin perusahaan yang menghadapi tantangan inovasi besar, persaingan yang ketat atau dinamisme lingkungan yang kuat dan ketidakpastian. CEO *overconfidence* dapat mengatur agar struktur modal yang optimal, dimana struktur modal yang mempunyai tingkat resiko dan tingkat pengembalian dalam keadaan seimbang sehingga dapat memaksimalkan nilai perusahaan.

2.3.2 Dampak Negatif CEO *Overconfidence*

Ada tiga alasan utama yang mendasari CEO *overconfidence* memiliki efek negatif pada kinerja perusahaan (Hiller & Hambrick, 2005). Pertama, CEO *overconfidence* cenderung membuat keputusan stratejik yang kurang komprehensif. Kedua, *overconfidence* dapat menyebabkan persistensi strategi. Ketiga, CEO *overconfidence* umumnya terlibat dalam pengambilan risiko yang berlebihan.

Studi tentang keputusan investasi perusahaan menunjukkan bahwa *overconfidence* dapat menyebabkan *overinvestment* (Iyer *et al.*, 2017) dan investasi yang tidak efisien (He *et al.*, 2019; Malmendier & Tate, 2005). Pengambilan risiko yang tinggi dalam investasi tidak selalu menghasilkan return yang tinggi dan terkadang menimbulkan banyak kerugian bagi perusahaan dan pemegang saham.

Dalam hubungannya dengan lindung nilai (*hedging*), *Overconfidence* CEO meremehkan risiko proyek (Ben-david dan Deshmukh *et al.*, 2013), dan karena menganggap perusahaan mereka relatif kurang berisiko, mereka cenderung tidak melakukan lindung nilai (*hedging*) terhadap operasi perusahaan mereka (Adam *et al.*, 2015). Marshall *et al.* (2013), misalnya, menemukan manajemen yang *overconfidence* di Inggris cenderung tidak melakukan lindung nilai terhadap eksposur valuta asing, dan Adam *et al.* (2015) dengan menggunakan sampel perusahaan pertambangan emas Amerika Utara, mendokumentasikan bahwa *Overconfidence* CEO melakukan lebih sedikit lindung nilai (lebih berisiko). Di sisi

merugikan lainnya, Hayward *et al.* (2010) berpendapat bahwa CEO *overconfidence* menyebabkan tingkat kegagalan yang tinggi di antara usaha baru. Leng *et al.* (2021) menemukan bahwa manajer yang *overconfidence* meningkatkan risiko kebangkrutan.

2.4 Investment Opportunity Set

Menurut Gaver dan Gaver (1993) dalam Hidayah (2015), IOS merupakan nilai perusahaan yang besarnya tergantung pada pengeluaran-pengeluaran yang ditetapkan manajemen di masa yang akan datang, yang pada saat ini masih merupakan pilihan-pilihan investasi yang diharapkan akan menghasilkan return yang lebih besar. Dalam Homer (2018), opsi investasi masa depan tidak semata-mata hanya ditunjukkan dengan adanya proyek-proyek yang didukung oleh kegiatan riset dan pengembangan saja, tetapi juga dengan kemampuan perusahaan dalam mengeksplorasi kesempatan mengambil keuntungan dibandingkan dengan perusahaan lain yang setara dalam suatu kelompok industrinya.

Menurut Smith dan Watss (1992) dalam Marinda, dkk (2014), nilai *investment opportunity set* (IOS) dapat dihitung dengan kombinasi proksi yang mengimplementasikan nilai aktiva ditempat (berupa nilai buku aktiva, ekuitas, maupun perusahaan dimasa depan berupa nilai pasar perusahaan). Potensi pertumbuhan terlihat pada kesempatan investasi yang diproksikan dengan berbagai kombinasi nilai *investment opportunity set* (IOS).

Menurut Kallapaur dan Trombley (1999) dalam Handriani (2015), menyatakan bahwa IOS perusahaan mempengaruhi cara perusahaan dinilai oleh manajer, pemilik, investor dan kreditor. IOS merupakan opsi untuk berinvestasi pada suatu proyek yang memiliki *net present value positif*. *Investment opportunity set* (IOS) memberikan petunjuk yang lebih luas dimana nilai perusahaan sebagai tujuan utama perusahaan tergantung pada pengeluaran perusahaan di masa akan datang (Myers, 1997) dalam (Laksito dan Sutapa, 2011).

Investment Opportunity Set (IOS) muncul setelah dikemukakan oleh Myers (1977) yang beranggapan bahwa nilai dari suatu perusahaan sebagai sebuah kombinasi *asset in place* dengan *investment option* di masa depan (Andreas *et al.*, 2017; Murwaningsari & Rachmawati, 2017). Pilihan investasi merupakan suatu

kesempatan untuk berkembang, namun seringkali perusahaan tidak selalu dapat melaksanakan semua kesempatan investasi di masa yang akan datang. Bagi perusahaan yang tidak dapat menggunakan kesempatan investasi akan mengalami pengeluaran yang lebih tinggi. Nilai *investment opportunity set* (IOS) bergantung pada pengeluaran-pengeluaran yang ditetapkan manajemen dimasa yang akan datang yang merupakan pilihan-pilihan investasi yang diharapkan akan menghasilkan return yang lebih besar dari biaya modal dan dapat menghasilkan keuntungan. Secara umum dapat dikatakan bahwa *investment opportunity set* (IOS) menggambarkan tentang luasnya kesempatan atau peluang investasi bagi suatu perusahaan, namun sangat tergantung pada pilihan expenditure perusahaan untuk kepentingan di masa yang akan datang. Menurut Karami & Hajiazimi (2017) manajer menyadari informasi tentang pendapatan masa depan perusahaan dan akan dibebankan biaya kontraktor dan biaya agensi yang membuat perusahaan menggunakan kebijakan akuntansi secara konservatif dapat memberi sinyal keuntungan. Kebijakan IOS akan mempengaruhi aspek keuangan perusahaan: struktur modal perusahaan, kontrak hutang, kebijakan dividen, kontrak kompensasi, dan kebijakan akuntansi perusahaan. *Investment Opportunity Set* (IOS) merupakan variabel laten yang tidak dapat diukur secara langsung sehingga menurut Hutchinson dan Gul (2004) variabel tersebut dapat diukur menggunakan proksi Rasio MBVE yang mencerminkan bahwa pasar menilai *return* dari investasi perusahaan di masa depan dari *return* yang diharapkan dari ekuitasnya. Rasio MBVE dapat dihitung dengan rumus:

$$MBVE = \frac{\text{Jumlah saham yang beredar} \times \text{Harga penutupan}}{\text{Jumlah Ekuitas}}$$

2.5 Penelitian Terdahulu

Penelitian terdahulu adalah upaya penelitian untuk mencari perbandingan dan selanjutnya untuk menemukan inspirasi baru untuk peneltiain selanjutnya di samping itu kajian terdahulu membantu penelitian dapat memposisikan penelitian serta menunjukkan orisinalitas dari penelitian. Pada bagian ini peneliti mencantumkan berbagai hasil penelitian terdahulu terkait dengan penelitian yang hendak dilakukan, kemudian membuat ringkasannya, baik penelitian yang sudah

terpublikasikan atau belum terpublikasikan. Berikut merupakan penelitian terdahulu yang masih terkait dengan tema yang penulis kaji.

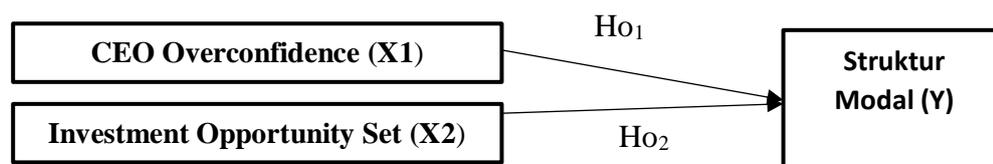
Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu

No	Nama Peneliti	Judul	Temuan
1	Hardeep Singh Mundi and Parmjit Kaur (2022)	Ceo <i>overconfidence</i> and capital structure decisions :evidence from india	Hasil dari model regresi mendokumentasikan bahwa CEO yang terlalu percaya diri lebih memilih utang daripada ekuitas dan utang jangka pendek daripada utang jangka panjang.
2	Hardeep Singh Mundi 1, 2021	Impact of CEO <i>Overconfidence</i> on Capital Structure Decisions: Evidence from S&P BSE 200	Hasil menggunakan beberapa proxy menguatkan temuan sebelumnya dari negara-negara barat dan menunjukkan bahwa terlalu percaya diri CEO memainkan peran penting bagi CEO negara berkembang juga.
3	Fionita, I., Kufepaksi, M., & Hasnawati, S. (2021).	CEO <i>overconfidence</i> , investment decisions and firm value in Indonesia	Hasil penelitian menunjukkan bahwa perilaku terlalu percaya diri CEO tidak berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.
4	Serpil Tomak (2021)	The Impact of <i>Overconfidence</i> on Capital Structure in Turkey	Hasilnya menunjukkan bahwa hubungan antara kepercayaan dan leverage adalah ambigu.
5	Kartika Aji (2017)	Pengaruh <i>Investment Opportunity Set</i>	Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel

		<p>Terhadap Struktur Modal Dan Dampaknya Terhadap Return Saham (Studi Pada perusahaan food and Beverages yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia)</p>	<p><i>investment opportunity set</i> berpengaruh tidak signifikan dengan return saham, struktur modal tidak berpengaruh signifikan terhadap return saham dan <i>investment opportunity set</i> tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal</p>
6	Antonius Dara Bali (2021)	<p>Pengaruh Profitabilitas, Struktur Aktiva, Investment Opportunity Set (Ios) Terhadap Struktur Modal (Studi Kasus Perusahaan Manufaktur Di Sub Sektor Makanan Dan Minuman Yang Terdaftar Di Bei Selama Periode 2016-2019)</p>	<p>Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa profitabilitas yang diprosikan dengan ROA secara parsial tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Struktur aktiva secara parsial berpengaruh negative dan signifikan terhadap struktur modal. investment opportunity set (ios) secara parsial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Profitabilitas, struktur aktiva, dan investment opportunity set (ios) secara simultan berpengaruh terhadap struktur modal. Hal ini menunjukkan bahwa struktur modal dipengaruhi profitabilitas, struktur aktiva, investment opportunity set (ios).</p>

2.6 Kerangka Konseptual

Menurut Sugiyono (2017:60) mengemukakan bahwa, kerangka berpikir merupakan model konseptual tentang bagaimana teori berhubungan dengan berbagai faktor yang telah diidentifikasi sebagai masalah yang penting. Berdasarkan landasan teori dan rumusan masalah peneliti, model kerangka pemikiran dalam penelitian ini digambarkan sebagai berikut:



Gambar 2.1 Kerangka Konseptual

2.7 Kerangka Hipotesis

2.7.1 CEO *Overconfidence* berpengaruh terhadap Struktur modal

Karakteristik digunakan sebagai tolak ukur tingkat percaya diri CEO didasarkan atas teori upper echelon Hambrick & Mason, (1984) dimana umur, pendidikan dan pengalaman dapat mempengaruhi keputusan. Sejalan dengan pendapat Gerayli, *et al.* (2021) bahwa karakteristik kepribadian manajer menjadi salah satu faktor dalam mengambil keputusan. Pengalokasian modal untuk investasi merupakan salah satu keputusan CEO dan tingkat efisiensi investasi menggambarkan tingkat kesenjangan antara nilai yang diperhitungkan dengan hasil investasi yang diterima.

Perilaku manajerial yang *overconfidence* dapat meningkatkan nilai perusahaan juga memperhatikan sumber pembiayaan. Struktur modal menjadi penting karena dapat mengakibatkan terjadi *bankruptcy* sehingga berpengaruh pada kegiatan perusahaan. Manajer yang *overconfidence* dengan memperhatikan sumber pembiayaan yang tepat maka akan terhindar dari risiko kebangkrutan. Perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang luas biasanya akan memerlukan penggunaan hutang dalam struktur modal yang tinggi sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Teori struktur modal tentang urutan pendanaan mulai dari internal financing, hutang dan equity. Sehingga hipotesis pertama penelitian ini:

H1: CEO *overconfidence* berpengaruh signifikan terhadap Struktur modal.

2.7.2 *Investment Opportunity Set* berpengaruh terhadap Struktur modal

Myers (1977) menyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan cenderung untuk tidak menambah utang karena masalah underinvestment dan asset-substitution. Perusahaan yang tingkat pertumbuhan rendah cenderung untuk meningkatkan utangnya. Sama dengan Myers, Penelitian Nina (2006) menunjukkan perusahaan bertumbuh (perusahaan dengan level *investment opportunity set* tinggi) cenderung tidak mendanai proyek-proyeknya dengan pendanaan eksternal yang berasal dari utang tetapi cenderung mendanainya dengan sumber internal. Hal ini sejalan dengan keputusan pendanaan pecking order theory yang menyatakan bahwa perusahaan cenderung memilih pendanaan yang berasal dari internal perusahaan daripada eksternal, meskipun perusahaan yang bertumbuh cenderung mempunyai kemampuan yang besar untuk membayar dana yang berasal dari utang.

Berbeda dengan Myers (1977), Brigham dan Houston (2011: 189) menyatakan bahwa perusahaan yang tumbuh dengan pesat lebih banyak mengandalkan modal eksternal. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang cepat lebih banyak mengandalkan modal eksternal daripada perusahaan yang lambat pertumbuhannya. Brigham dan Houston disini menggunakan orientasi trade off theory yang mana utang bermanfaat bagi perusahaan karena bunga utang dapat digunakan untuk mengurangi pajak, tapi utang juga menimbulkan biaya kebangkrutan. Struktur modal yang optimal berada pada keseimbangan antara manfaat pajak yang diperoleh dan biaya yang timbul dari adanya utang.

Beberapa penelitian tentang pengaruh *investment opportunity set* terhadap struktur modal memperoleh hasil yang berbeda. Zaenal (2006), Putu (2011) dan Fajrul (2014) menunjukkan *investment opportunity set* memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal. Berbeda dengan hasil penelitian Myers (1977) dan Nina (2006) yang menunjukkan *investment opportunity set* memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal. Sehingga hipotesis kedua penelitian ini:

H2: *Investment Opportunity Set* Berpengaruh Terhadap Struktur Modal