

**PERILAKU *OVERCONFIDENT* CEO, *CORPORATE POLICIES*
DAN NILAI PERUSAHAAN DI INDONESIA**

Disertasi

Oleh :

ITA FIONITA

NPM 1531041012



**PROGRAM DOKTOR ILMU EKONOMI
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS LAMPUNG
BANDAR LAMPUNG
2022**

ABSTRAK

PERILAKU *OVERCONFIDENT* CEO, *CORPORATE POLICIES* DAN NILAI PERUSAHAAN DI INDONESIA

Oleh:

Ita Fionita

Perilaku CEO yang *overconfident* dipandang sebagai manajer yang secara sistematis melebih-lebihkan perkiraan keuntungan di masa depan jika terjadi dampak yang menguntungkan, dan secara sistematis meremehkan dampaknya jika terjadi dampak buruk. CEO yang *overconfident* merasa bahwa mereka memiliki kemampuan pengambilan keputusan yang superior. Terlalu percaya diri (*overconfident*) dapat menyebabkan pilihan suboptimal bahkan dalam kasus dengan risiko tinggi pada konteks pengambilan keputusan perusahaan, seperti keputusan dalam investasi, keputusan struktur modal, dan keputusan dalam pembagian keuntungan. Keputusan-keputusan keuangan yang dilakukan oleh CEO tersebut akan berdampak pada nilai perusahaan.

Tujuan dari penelitian ini secara garis besar ada dua, yang pertama adalah untuk menguji dan menganalisis pengaruh perilaku *overconfident* CEO terhadap nilai perusahaan, yang dimediasi oleh keputusan struktur modal, keputusan investasi, dan kebijakan dividen. Kedua, untuk menganalisis bagaimana peran mediasi variabel keputusan struktur modal, keputusan investasi, dan kebijakan dividen dalam memediasi pengaruh perilaku *overconfident* CEO terhadap nilai perusahaan.

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sebanyak 669 perusahaan. Metode pemilihan atau pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan teknik *purposive sampling*. Unit analisis pada penelitian ini adalah perusahaan publik non keuangan yang dipimpin oleh CEO yang sama selama periode penelitian dan mengeluarkan laporan keuangan lengkap dalam satuan rupiah, serta memiliki data lengkap yang terkait dengan variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian.

Metode analisis data dalam penelitian ini menggunakan metode penelitian kuantitatif model persamaan struktural (*Structural Equation Modeling*). Hasil pengujian hipotesis pengaruh langsung menunjukkan bahwa Perilaku *overconfident* CEO berpengaruh terhadap struktur modal, keputusan investasi, dan kebijakan dividen. keputusan investasi juga berpengaruh terhadap nilai perusahaan, sedangkan hasil pengujian pengaruh tidak langsung menunjukkan bahwa perilaku *overconfident* CEO berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan dengan *keputusan investasi sebagai variabel mediasi*.

Kata Kunci: Perilaku *Overconfident* CEO, Struktur Modal, Keputusan Investasi, Kebijakan Dividen, Nilai Perusahaan, dan *Structural Equation Modeling*.

ABSTRACT

OVERCONFIDENT CEO, CORPORATE POLICIES, AND FIRM VALUE IN INDONESIA

By:

Ita Fionita

Overconfident CEO behavior is viewed as a manager who systematically overestimates future profits in the event of a favorable impact, and systematically underestimates the impact if an adverse effect occurs. Overconfident CEOs feel that they have superior decision-making abilities. Overconfidence can lead to suboptimal choices even in cases with high risk in the context of corporate decision-making, such as decisions on investment, capital structure decisions, and decisions on profit sharing. The financial decisions made by the CEO will have an impact on firm value.

The purpose of this research is broadly twofold, the first is to examine and analyze the effect of CEO overconfident behavior on firm value, which is mediated by capital structure decisions, investment decisions, and dividend policy. Second, to analyze how the mediating role of capital structure decision variables, investment decisions, and dividend policy in mediating the effect of CEO overconfident behavior on firm value.

The population in this study are companies listed on the Indonesia Stock Exchange as many as 669 companies. The method of selecting or taking samples in this study used a purposive sampling technique. Unit of analysis in research this is a non-financial public company led by the same CEO during the study period and issued a complete financial report in rupiah, as well as have complete data related to the variables used in the study.

Method deep data analysis study this use method study quantitative equation model structural (Structural Equation Modeling). Test results show that Overconfident CEO has an effect on capital structure, decisions investment, and policy dividends. Decision investment also matters to firm value, while overconfident CEO has a significant effect on firm value with *investment decisions as a mediating variable*.

Keywords: Overconfident CEO, Capital Structure, Investment Decisions, Dividend Policy, Firm Value, and Structural Equation Modeling.

**PERILAKU OVERCONFIDENT CEO, CORPORATE POLICIES DAN
NILAI PERUSAHAAN DI INDONESIA**

Oleh

ITA FIONITA

Disertasi

**Sebagai Salah Satu Syarat untuk Mencapai Gelar
DOKTOR**

Pada

**Program Doktor Ilmu Ekonomi
Fakultas Ekonomi Dan Bisnis**



**PROGRAM DOKTOR ILMU EKONOMI
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS LAMPUNG
BANDAR LAMPUNG
2022**

**Judul Disertasi : PERILAKU *OVERCONFIDENT* CEO,
CORPORATE POLICIES DAN NILAI
PERUSAHAAN DI INDONESIA**

Nama Mahasiswa : ITA FIONITA

Nomor Pokok Mahasiswa : 1531041012

Program Studi : Program Doktor Ilmu Ekonomi

Fakultas : Fakultas Ekonomi dan Bisnis



**Prof. Dr. Mahatma Kufepaksi, S.E., Promotor
M.Sc.
NIP. 196004261987031001**


(.....)

**Dr. Sri Hasnawati, S.E., M.E. Co Promotor
NIP. 196308311989032002**


(.....)

Mengetahui

Ketua Program Doktor Ilmu Ekonomi



**Prof. Dr. Satria Bangsawan, S.E., M.Si.
NIP. 196109041987031011**

MENGESAHKAN

1. Tim Penguji

Ketua : **Dr. Nairobi, S.E., M.Si**
(**Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung**)

Sekretaris : **Prof. Dr. Satria Bangsawan, S.E., M.Si.**
(**Ketua Program Studi Doktor Ilmu Ekonomi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung**)

Penguji Luar Komisi Pembimbing : **Dr. Ernie Hendrawaty, S.E., M.Si.**
(**Penguji Internal – Wakil Dekan Bidang Akademik dan Kerjasama FEB Universitas Lampung**)

: **Prof. Dr. Einde Evana, S.E., M.Si., Akt.C.A., C.P.A**
(**Penguji Internal – FEB Universitas Lampung**)

: **Prof. Dr. Mohamad Adam, S.E., M.E**
(**Penguji Eksternal – Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Sriwijaya**)

: **Prof. Yuliansyah, S.E., M.S.A., Ph.D., Akt.**
(**Penguji Internal – FEB Universitas Lampung**)

2. Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung

Dr. Nairobi, S.E., M.Si.
NIP. 196606211990031003

3. Direktur Program Pascasarjana

Prof. Dr. Ir. Ahmad Saudi Samosir, S.T., M.T.
NIP. 197104151998031005

4. Tanggal Lulus Ujian Disertasi: 16 Juni 2022

LEMBAR PERNYATAAN

Dengan ini saya menyatakan bahwa:

1. Disertasi dengan judul: “PERILAKU *OVERCONFIDENT* CEO, *CORPORATE POLICIES* DAN NILAI PERUSAHAAN DI INDONESIA” adalah karya Saya sendiri dan Saya tidak melakukan penjiplakan atau pengutipan atas karya Penulis lain dengan cara yang tidak sesuai dengan etika ilmiah yang berlaku dalam masyarakat akademik atau yang disebut plagiarism.
2. Hal intelektual atas karya ilmiah ini diserahkan sepenuhnya kepada Universitas Lampung.

Atas pernyataan ini, apabila dikemudian hari ternyata ditemukan adanya ketidakbenaran, Saya bersedia menanggung akibat dan sanksi yang diberikan kepada Saya sesuai dengan peraturan yang berlaku.

Bandar Lampung, 16 juni 2022
Pembuat Pernyataan,



(Ita Fionita)

SANCAWANA

Puji syukur kehadiran Allah Subhanahu wa Ta'ala yang telah melimpahkan rahmat serta hidayah-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan disertasi yang berjudul “Perilaku *Overconfident* CEO, *Corporate Policies* dan Nilai Perusahaan di Indonesia”. Penulisan disertasi ini merupakan salah satu syarat untuk memperoleh gelar Derajat Doktor Ilmu Ekonomi dalam Bidang Manajemen Keuangan pada Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung. Penulis menyadari bahwa disertasi dapat diselesaikan berkat dukungan dan bantuan dari berbagai pihak, baik secara langsung maupun tidak langsung. Oleh karena itu, dalam kesempatan ini penulis menyampaikan ucapan terimakasih dan penghargaan yang tinggi kepada yang terhormat:

1. Tim Promotor, Bapak Prof. Dr. Mahatma Kufepaksi, S.E., M.Sc., selaku Promotor dan Ibu Dr. Sri Hasnawati, S.E., M.E., selaku Ko Promotor yang telah mencurahkan tenaga, pikiran, keilmuan, dan waktunya yang sangat berharga untuk memberikan bimbingan kepada penulis. Terimakasih atas kesabaran dan dorongan motivasi agar penulis optimal dalam berkarya.
2. Tim Penguji Terbuka, Bapak Dr. Nairobi, S.E., M. Si. (Ketua Penguji-Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung), Bapak Prof. Dr. Satria Bangsawan, SE., M. Si., Ibu Dr. Ernie Hendrawaty, S.E., M. Si., Bapak Prof. Dr. Einde Evana, S.E, M. Si, Akt., CA., CPA., Bapak Prof. Yuliansyah, S.E., M.S.A., Ph.D., Akt. dan Penguji Luar Institusi Bapak Prof. Dr. Mohamad Adam, S.E.,M.E, atas saran-saran dan masukan untuk perbaikan disertasi ini.
3. Tim Penguji Tertutup, Ibu Dr. Ernie Hendrawaty, S.E., M. Si. (Ketua Penguji-Wakil Dekan Bidang Akademik dan Kerjasama Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung), Bapak Prof. Dr. Satria Bangsawan, SE., M. Si., Bapak Prof. Dr. Einde Evana, S.E, M. Si, Akt., CA., CPA., Bapak

Prof. Yuliansyah, S.E., M.S.A., Ph.D., Akt. dan Penguji Luar Institusi Bapak Prof. Dr. Mohamad Adam, S.E.,M.E., atas saran-saran dan masukan untuk perbaikan disertasi ini.

4. Tim Penilai Kelayakan Disertasi, Ibu Dr. Ernie Hendrawaty, S.E., M. Si. (Ketua Penguji-Wakil Dekan Bidang Akademik dan Kerjasama Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung), Bapak Prof. Dr. Satria Bangsawan, SE., M. Si., Bapak Prof. Dr. Einde Evana, S.E, M. Si, Akt., CA., CPA., Bapak Prof. Yuliansyah, S.E., M.S.A., Ph.D., Akt, yang telah melakukan penilaian dan memberikan koreksi dan saran untuk memperbaiki disertasi ini.
5. Tim Penguji Proposal Disertasi, Bapak Prof. Dr. Satria Bangsawan, SE., M. Si., Bapak Prof. Dr. Einde Evana, S.E, M. Si, Akt., CA., CPA., Bapak Prof. Yuliansyah, S.E., M.S.A., Ph.D., Akt, atas saran-saran dan masukan untuk perbaikan disertasi ini.
6. Rektor Universitas Lampung, Bapak Prof. Dr. Karomani, M. Si., Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung, Bapak Dr. Nairobi, M. Si., dan Ketua Program Doktor Ilmu Ekonomi Universitas Lampung, Bapak Prof. Dr. Satria Bangsawan, S.E., M.Si. beserta staff dan para dosen pengajar Program S3 FEB Universitas Lampung yang tidak dapat disebutkan satu persatu, terima kasih yang tidak terhingga kepada Bapak/Ibu Dosen yang telah memberikan ilmu pengetahuan, wawasan, dan metode perkuliahan yang sangat baik bagi penulis.
7. Bapak Dr. H. Andi Desfiandi, S.E., M.A., Ibu Hj. Dian Septiatina, S.E., Ibu Milly Desfiandi, S.H., Ibu DR. Hj. Lyza, M.RA, dan Bapak H. Ary Meizari Alfian, S.E., M.B.A (Ketua dan Pembina Yayasan Alfian Husin) yang telah memberikan kesempatan dan dukungan, baik secara moril maupun materil kepada penulis untuk melanjutkan dan menyelesaikan studi S-3 di Universitas Lampung.
8. Bapak Dr. Ir. H. Firmansyah Y.A., M.B.A., M.Sc. (Rektor Institut Informatika dan Bisnis Darmajaya), Bapak Dr. RZ. Abdul Aziz, S.T., M.T. (Wakil Rektor I), Bapak Ronny Nazar, S.E., M.M. (Wakil Rektor II), Bapak Muprihan Thaib, S.Sos., M.M. (Wakil Rektor III), Ibu Aswin, S.E.,

M.M. (Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Institut Informatika dan Bisnis Darmajaya), Ibu Anik Irawati, S.E., M.Sc. (Wakil Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Institut Informatika dan Bisnis Darmajaya), Ibu Susanti, S.E., M.M. (Ketua Program Studi Manajemen FEB-IIB Darmajaya), Bapak Rico Elhando Badri, S.E.I., M.E.I. (Sekretaris Program Studi Manajemen FEB-IIB Darmajaya), dan Bapak Toni Nurhadianto, S.E., M.Sc. (Ketua Program Studi Akuntansi FEB-IIB Darmajaya) serta Bapak/Ibu Dosen civitas akademika Institut Informatika dan Bisnis Darmajaya beserta staff yang tidak dapat disebutkan satu persatu, terimakasih yang tidak terhingga atas dukungan dan motivasinya selama ini.

9. Teman-teman seperjuangan program S3 semoga kalian tetap semangat dalam meraih cita-cita yang sama di Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung.
10. Ibunda dan Ayahanda tercinta, serta seluruh keluarga besar yang ada di Lampung, Jakarta, Jogjakarta, Purwokerto, Palembang dan Bengkulu. Terimakasih atas semua dukungan, do'a, dan pengorbanannya selama ini, semoga Allah SWT memberikan kita semua kesehatan dan umur yang panjang, sehingga kita dapat selalu berkumpul dan bersama-sama dalam waktu yang lama, saling mengisi, menghormati dan menyayangi.

Akhir kata, semoga gelar Doktor yang didapat penulis dapat menambah ilmu, wawasan serta manfaat yang mendukung profesi sebagai dosen agar lebih amanah dalam bertugas, menjadi peneliti profesional dan mengabdikan pada masyarakat terutama di Institut Informatika dan Bisnis Darmajaya.

Bandar Lampung, Juni 2022

Ita Fionita

DAFTAR ISI

COVER	i
ABSTRAK	ii
<i>ABSTRACT</i>	iii
PERSETUJUAN	iv
PENGESAHAN	v
PERNYATAAN	vi
SANCAWANA	vii
DAFTAR ISI	x
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang Masalah	1
1.2 Perumusan Masalah	15
1.3 Pembatasan Masalah	16
1.4 Tujuan Penelitian	18
1.5 Keaslian dan Kebaruan Penelitian	18
1.6 Kontribusi Penelitian	20
1.6.1 Kontribusi Teori dan Metodologi	20
1.6.2 Kontribusi Empiris	21
1.6.3 Kontribusi Kebijakan	21
BAB II KAJIAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN, DAN HIPOTESIS	22
2.1 Kajian Pustaka	22
2.1.1 Teori <i>Behavioral Finance</i>	22
2.1.2 Teori Penipuan Diri (<i>Self Deception Theory</i>)	25
2.1.3 Perilaku <i>Overconfident</i>	26
2.1.4 Teori Traditional Finance	38
2.1.5 Nilai Perusahaan	48
2.1.6 Struktur Modal	54
2.1.7 Dividen	57
2.1.8 Investasi	61
2.2 Penelitian Terdahulu	69
2.3 Kerangka Konseptual dan Hipotesis Penelitian	88
2.3.1 Hubungan antar variabel dan hipotesis penelitian	88

2.3.2 Kerangka konseptual penelitian	103
BAB III METODE PENELITIAN	104
3.1 Jenis Penelitian.....	104
3.2 Sumber Data	104
3.3 Metode Pengumpulan Data.....	105
3.4 Populasi dan Sampel.....	105
3.4.1 Populasi.....	105
3.4.2 Sampel.....	105
3.5 Definisi Operasional Variabel Penelitian	107
3.5.1 Variabel independen (X).....	107
3.5.2 Variabel Intervening (Mediasi)	111
3.5.3 Variabel Dependen (Y).....	118
3.6 Teknik Analisis Data	121
3.7 Pengujian Hipotesis	124
BAB V SIMPULAN DAN SARAN.....	126
5.1 Simpulan.....	126
5.2 Keterbatasan.....	129
5.3 Saran.....	129
5.4 Kontribusi	130
DAFTAR PUSTAKA.....	130

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Perilaku Keuangan berawal dari bidang psikologi yang menyoroti bahwa individu tidak dapat membuat keputusan tanpa dipengaruhi oleh kondisi psikologisnya, serta individu diasumsikan memiliki keterbatasan rasionalitas. Kemudian banyak bermunculan hasil penelitian empiris terkait dengan *financial-based-psychology* yang kemudian memperkuat keraguan terhadap konsep keuangan tradisional dan keraguan terhadap teori-teori yang menjadi pondasi keuangan tradisional seperti *efficient market hypothesis*. De Bondt & Thaler, (1985), menyelidiki hubungan antara pasar dan perilaku psikologi dalam pengambilan keputusan individu. Hasil penelitiannya mengungkapkan bahwa kebanyakan orang akan "bereaksi berlebihan" untuk informasi atau berita yang tidak terduga dan dramatis.

Informasi merupakan seperangkat pesan atau berita yang dapat digunakan untuk mengubah keputusan si penerima informasi dalam rangka meningkatkan kesejahteraannya (Shefrin & Belotti, 2007). Artinya informasi diperlukan untuk menetapkan harga surat berharga yang mencerminkan hubungan antara risiko dan hasil pengembalian, sedangkan bagi investor, informasi tersebut berguna untuk mendapatkan portofolio yang mencerminkan preferensinya sendiri dalam memperoleh tingkat pengembalian maksimum dengan tingkat risiko tertentu.

Disisi lain fakta dalam berbagai penelitian di bidang pasar modal dan mengenai perilaku keuangan (*behavioral finance*) menyatakan bahwa terdapat beberapa penyimpangan yang terjadi yang dapat mempengaruhi harga saham. Penyimpangan tersebut diantaranya adalah implikasi dari fenomena reaksi berlebihan yaitu bahwa para pelaku pasar tidak semuanya terdiri dari orang-orang yang rasional dan juga tidak emosional. Sebagian para pelaku pasar bereaksi berlebihan terhadap informasi, terlebih lagi jika informasi tersebut adalah informasi buruk, maka para pelaku pasar akan secara emosional segera menilai

saham terlalu rendah. Untuk menghindari kerugian, para investor akan secara tidak sadar berperilaku irrasional dan menjual saham-saham yang berkinerja buruk dengan cepat. Peristiwa yang dianggap dramatis oleh para investor, dapat menyebabkan para investor bereaksi secara berlebihan (*overreaction*). Kufepaksi, (2007), melakukan penelitian mengenai dampak perilaku *overconfident* terhadap proses pembentukan dan koreksi harga saham dengan metode eksperimental. Dalam penelitiannya ditemukan bahwa perilaku *overconfident* (sebagai implikasi perilaku “penipuan diri”) ini mempunyai dampak yang signifikan dalam proses pembentukan harga. Di pasar modal, keyakinan yang berlebihan akan kinerja emiten di masa depan sangat potensial untuk menimbulkan gelembung harga. Shiller, (2006), mengatakan bahwa gelembung harga adalah situasi pasar ketika berita tentang kenaikan harga mengakibatkan kenaikan antusiasme investor.

Ketika seorang pembuat keputusan merasa mempunyai cukup informasi tentang kesempatan investasi yang tersedia, maka terkadang akan merasa enggan untuk mencari informasi tambahan. Ketika itulah perilaku *overreaction* dan *conservatism* berpeluang untuk muncul, informasi yang terbatas akan cenderung memicu reaksi berlebihan atau sebaliknya bertindak terlalu lambat. Reaksi yang berlebihan terhadap informasi akan menyebabkan pembuat keputusan terlalu terburu-buru dalam membuat keputusan yang sebenarnya tidak didasari oleh informasi yang cukup, akibatnya kesempatan investasi yang dikajinya belum sepenuhnya tersedia sehingga kemungkinan pilihan investasi yang diputuskan tidak optimal. Shefrin & Belotti, (2007), menyebutkan bahwa terdapat beberapa faktor psikologis penentu optimisme berlebihan (*overconfident*) yaitu, *perceived control*, *familiarity* dan *representativeness*, *desirability* dan *wishful thinking*, dan *conjunction fallacy*. Adanya keyakinan akan kemampuan mengendalikan proyek menyebabkan munculnya rasa percaya diri dan optimisme yang berlebihan. Ketika seseorang merasa “akrab” (*familiar*) dengan sebuah situasi serupa, sehingga mempersepsikan dirinya sebagai representasi kelompok yang mampu “menaklukkan” situasi tersebut, perilaku ini berpotensi untuk menjadikan orang tersebut *overconfident*. Shefrin juga mengatakan bahwa tidak jarang derajat kesenangan dan keinginan (*desirability* dan *wishfulness*) seseorang akan sesuatu mengakibatkan munculnya rasa optimisme dan *overconfident*.

Overconfident yang dibahas dalam perilaku keuangan yaitu perilaku kepercayaan diri berlebih terhadap keputusan strategis perusahaan. *Literature* di bidang psikologi melaporkan bahwa individu pada dasarnya memiliki sifat yang sama, yaitu cenderung memiliki *overconfident* dan sikap optimis (Hackbarth, 2009; Malmendier & Tate, 2002, 2005a, 2008). Individu dikatakan memiliki kepercayaan diri berlebih pada saat mereka percaya bahwa informasi dan kemampuan yang mereka miliki cukup untuk memprediksi masa depan, sehingga mereka percaya bahwa keputusan yang mereka ambil saat ini dapat memberikan hasil positif bagi masa depan. Penelitian mengenai *overconfident* menggunakan metode eksperimen pernah dilakukan oleh Kruger & Dunning, (1999); Svenson, (1981), yang kemudian menjadi acuan penelitian-penelitian terbaru seperti Ben-David *et al.*, (2007); Dashtbayaz & Mohammadi, (2016a, 2016b); Kang *et al.*, (2017); Shah *et al.*, (2018). Hasil penelitiannya mengungkapkan bahwa individu yang memiliki karakter positif akan mempersepsikan dirinya diatas “rata-rata”. Keyakinan tersebut memiliki bias *cognitive* atau dalam *psychology* ekonomi disebut sebagai *overconfident*. Dilain pihak, penelitian Fischhoff *et al.*, (1977); Russo & Schoemaker, (1992); Shiller, (2000, 2007); Taylor & Brown, (1988), memaknai fenomena *overconfident* sebagai kecenderungan perilaku pengambil keputusan yang tanpa disadari telah memberi bobot penilaian yang berlebihan pada ketepatan pengetahuan dan akurasi informasi yang dimiliki serta mengabaikan atau meremehkan informasi publik yang telah tersedia sehingga menghasilkan keputusan yang *bias*. Perilaku *overconfident* menunjukkan penilaian seseorang terhadap kemampuan dirinya. Dalam konteks ini seseorang menilai dirinya mempunyai kemampuan diatas rata-rata, sehingga seseorang dapat menunjukkan kepercayaan diri berlebihan atas kemampuannya atau atas pengetahuannya (Shiller, 2007; Slothouber, 2010; Velde, 2017).

Individu yang terlalu percaya diri lebih cenderung memilih inisiatif sendiri dengan cara yang lebih *convex* (*versus linier*). Menurut skema insentif, akan menghasilkan kerugian pribadi bahkan dengan adanya umpan balik yang jelas (Fedyk, 2014; Larkin & Leider, 2012; Yu, 2014). Pada investor individu yang terlalu percaya diri akan melebih-lebihkan kemampuan mereka untuk memilih saham yang bagus dan tepat waktu pada perdagangan saham mereka, akibatnya

mereka akan terlibat dalam perdagangan saham yang berlebihan dan menanggung kenaikan biaya perdagangan, yang pada akhirnya akan sangat mengurangi pendapatan bersih mereka (Barber & Odean, 2001; Fenton-O’Creevy *et al.*, 2003; Merkle, 2017). Pada perusahaan, biasanya bukan manajer sendiri yang akan menanggung biaya yang disebabkan oleh kehebohan manajerial, melainkan para pemegang saham perusahaan.

Kepemimpinan menjadi salah satu faktor yang memengaruhi keberhasilan sebuah organisasi dalam mencapai tujuan. Begitu pula dalam dunia bisnis, seorang *CEO (Chief Executive Officer)* memiliki peran dalam menentukan arah perkembangan usaha demi tercapainya tujuan perusahaan. Peranan *CEO* sangat krusial, yaitu sebagai seorang pimpinan yang bertanggung jawab atas kegagalan atau kesuksesan sebuah perusahaan. Keputusan yang diambil *CEO* bukanlah sebuah keputusan yang bersifat operasional, tetapi lebih kepada keputusan strategis, yang sangat sulit untuk dianalisis serta diprediksi hasilnya (Ben-David *et al.*, 2007). Keberadaan dan peran CEO merupakan hal yang sangat penting bagi keberlangsungan perusahaan di pasar modal, apa yang dilakukan CEO akan berdampak secara ekonomis pada perusahaan. Perilaku CEO mempunyai nilai informasi yang dapat menimbulkan reaksi bagi masyarakat dan investor baik yang berhubungan dengan kebijakan perusahaan maupun di luar kebijakan perusahaan, misalnya dalam hubungannya dengan lingkungan sosial, etika, moral dan lain-lain.

Dalam literatur keuangan, perilaku CEO yang *overconfident* dipandang sebagai manajer yang secara sistematis melebih-lebihkan perkiraan keuntungan di masa depan jika terjadi dampak yang menguntungkan, dan secara sistematis meremehkan dampaknya jika terjadi dampak buruk. Dashtbayaz & Mohammadi, (2016b, 2016a); Malmendier, (2004); Malmendier & Tate, (2005a, 2005b); dan Pikulina *et al.*, (2017), menyelidiki manajerial yang *overconfident* pada perusahaan dan membuktikan bahwa CEO yang *overconfident* lebih sensitif terhadap arus kas. Doukas & Petmezas, (2007); Yu, (2014), berpendapat bahwa CEO yang *overconfident* merasa bahwa mereka memiliki kemampuan pengambilan keputusan yang superior. Kehadiran bias kognitif ini mendorong CEO untuk menekankan penilaian mereka sendiri dalam pengambilan keputusan.

Schrand & Zechman, (2012), menunjukkan bahwa CEO yang *overconfident* lebih cenderung menunjukkan bias optimis dan dengan demikian lebih cenderung secara tidak sengaja salah dalam menaksir pendapatan.

Terdapat beberapa alasan CEO pada suatu perusahaan memiliki perilaku *overconfident*, pertama, individu akan sangat percaya diri apabila mereka merasa bahwa mereka memiliki kontrol yang kuat terhadap hasil (Glaser *et al.*, 2005), yang di dukung oleh penelitian Barros & Silveira, (2007); Diba, (2012); Malmendier, (2004); Malmendier & Tate, (2002, 2005a, 2005b); Oliver, (2005a); Tomak, (2013). Kedua, individu juga akan rentan terhadap kecenderungan untuk menilai atau memprediksikan suatu hasil terlalu tinggi (*overestimate*) apabila individu tersebut memiliki komitmen yang sangat tinggi untuk mencapainya (Hackbarth, 2009; Malmendier, 2004; Malmendier & Tate, 2002, 2003, 2005a, 2005b; Pikulina *et al.*, 2017; Weinstein, 1980; Yu, 2014). Ketiga, individu akan menilai tinggi kemampuan diri sendiri apabila mereka susah menemukan pembandingan secara langsung terhadap keputusan yang mereka ambil (Deshmukh *et al.*, 2008, 2013a; Li & Tang, 2010; Malmendier & Tate, 2005a, 2005b, 2008; Wu & Liu, 2011).

Pengukuran perilaku *overconfident* CEO yang di gunakan pada penelitian-penelitian sebelumnya berbeda-beda, yaitu pengukuran menggunakan karakteristik CEO, background pendidikan, tingkat pendidikan, CEO *ownership* baik menggunakan variabel dummy (*Longholder 67* dan *Longholder 40*), maupun jumlah persentase saham yang di miliki CEO (Cordeiro, 2011; Deshmukh *et al.*, 2008, 2013b; Kang *et al.*, 2017; Malmendier, 2004; Malmendier & Tate, 2001, 2002, 2003, 2005a, 2005b, 2008; Slothouber, 2010; Velde, 2017; Wu & Liu, 2011). Pengukuran menggunakan rasio keuangan (EPS, CAPEX) (Huang *et al.*, 2011; Dashtbayaz & Mohammadi, 2016a; Foroghi & Moazeni, 2018; Kasiani *et al.*, 2015). Pengukuran menggunakan *return*, *expected return* dan *abnormal return* (Rihab & Lotfi, 2016; Ben-David *et al.*, 2007b; Huang *et al.*, 2016; Purhanudin & Zakaria, 2015; Wu & Liu, 2011). Pengukuran menggunakan *Average Consumer Sentiment Index (CSI)* atau *Consumer Confidence Index (CCI)* ditemukan pada penelitian Oliver, (2005b) dan Tomak, (2013), sedangkan persentasi liputan pers dan *photograph* ditemukan pada penelitian Fedyk, (2014);

Qin *et al.*, (2015); Sadaqat *et al.*, (2018); Schrand & Zechman, (2012), mengukur perilaku *overconfident CEO* karena menonjolnya foto CEO/manajer dalam laporan tahunan.

Fedyk, (2014); Qin *et al.*, (2015); Sadaqat *et al.*, (2018); Schrand & Zechman, (2012), mengukur *CEO overconfident* berdasarkan menonjolnya foto CEO/manajer dalam laporan tahunan. CEO yang terlalu percaya diri akan berusaha membuat dirinya menonjol atau lebih terlihat daripada eksekutif lainnya, dalam laporan tahunan tersebut sebagai pernyataan kuat bahwa dia lebih penting, terampil, dan berpengetahuan luas. CEO dengan foto individual boleh dibilang lebih percaya diri daripada mereka yang memiliki foto kolektif. Semakin besar visibilitas foto CEO dalam laporan tahunan, semakin yakin CEO/manajer tentang dirinya sendiri.

Malmendier & Tate, (2005a, 2005b, 2008), menyampaikan bahwa para manajer yang gagal meminimalkan eksposur kekayaan pribadi mereka terhadap risiko spesifik perusahaan didefinisikan sebagai *overconfident*. Perilaku *overconfident* CEO dapat terlihat dari keyakinan manajer untuk menjaga kekayaan pribadi mereka, karena keyakinan yang tinggi terhadap prospek masa depan perusahaan, yaitu dengan memegang opsi saham minimal 3 tahun atau pada awal tahun terakhir sebelum masa jabatan berakhir dan saham yang dimiliki CEO minimal terdiri dari 67 persen. Malmendier & Tate, (2002, 2003, 2005a, 2005b) dan Purhanudin & Zakaria, (2015) mengungkapkan bahwa tingkat pendidikan juga dapat mencerminkan perilaku *overconfident* CEO. Perilaku *overconfident* CEO yang tinggi adalah tingkat pendidikan setara sarjana atau dibawahnya (SMA, SMP, SD).

Malmendier & Tate, (2002, 2003, 2005a, 2005b, 2008); Malmendier *et al.*, (2007), dan Purhanudin & Zakaria, (2015) mengungkapkan bahwa perilaku *overconfident* CEO juga dapat diukur dengan *CEO ownership* (OWN). *CEO ownership* (OWN) adalah presentasi jumlah saham yang di pegang terhadap jumlah saham yang dikeluarkan. Dikatakan *overconfident* ketika *CEO* memegang opsi setidaknya terdiri dari 40 persen sampai tahun terakhir sebelum masa jabatan berakhir. Selain itu, perilaku *overconfident* CEO dapat dilihat dari *Hold and lose* (HLO), yaitu jumlah tahun, lamanya *CEO* memegang opsi saham. Dikatakan

overconfident ketika CEO memegang opsi saham sampai menjelang akhir masa jabatannya yaitu minimal 3 tahun (Hribar & Yang, 2016).

Terlalu percaya diri (*overconfident*) dapat menyebabkan pilihan suboptimal bahkan dalam kasus dengan risiko tinggi pada konteks pengambilan keputusan kebijakan-kebijakan perusahaan/*corporate policies* (Camerer & Lovallo, 1999; Malmendier, 2004; Malmendier & Tate, 2003, 2005a, 2005b; Pikulina *et al.*, 2017), seperti keputusan dalam investasi (Ben-David *et al.*, 2007a; Ben-David & Hirshleifer, 2012; Dashtbayaz & Mohammadi, 2016a; Galasso & Simcoe, 2011; Malmendier *et al.*, 2011; Malmendier & Tate, 2005a, 2005b, 2008; Pikulina *et al.*, 2017; Wu & Liu, 2011; Yu, 2014), keputusan struktur modal (Antwi *et al.*, 2012; Barros & Silveira, 2007; Rihab & Lotfi, 2016; Ben-David *et al.*, 2007a; Chowdhury & Chowdhury, 2010; Diba, 2012; Fedyk, 2014; Malmendier & Tate, 2008; Oliver, 2005a; Park & Kim, 2009), keputusan dalam pembagian keuntungan (dividen) (Ben-David *et al.*, 2007a; Cordeiro, 2011; Deshmukh *et al.*, 2008, 2013b; Ma & Liu, 2017; Malmendier & Tate, 2015; Wu & Liu, 2011). Keputusan-keputusan keuangan yang dilakukan oleh CEO tersebut akan berdampak pada nilai perusahaan (Ben-David *et al.*, 2013; Campbell & Turner, 2011; Dashtbayaz & Mohammadi, 2016a; Foroghi & Moazeni, 2018; Goel & Thakor, 2008; Hackbarth, 2009; Malmendier & Tate, 2008; Sadaqat *et al.*, 2018).

Perilaku keuangan pada penelitian ini, dibatasi pada perilaku *overconfident* CEO terkait dalam pengambilan keputusan strategis perusahaan yaitu keputusan dalam investasi, keputusan struktur modal, dan keputusan dalam pembagian dividen. Pada penelitian terdahulu yang sudah disampaikan diatas, dijelaskan bahwa ada beberapa alasan yang menyebabkan CEO pada suatu perusahaan memiliki perilaku *overconfident*, pertama, individu akan sangat percaya diri apabila mereka merasa bahwa mereka memiliki kontrol yang kuat terhadap hasil. Kedua, individu akan rentan terhadap kecenderungan untuk menilai atau memprediksikan suatu hasil terlalu tinggi (*overestimate*) apabila individu tersebut memiliki komitmen yang sangat tinggi untuk mencapainya. Ketiga, individu akan menilai tinggi kemampuan diri sendiri apabila mereka susah menemukan pembandingan secara langsung terhadap keputusan yang mereka ambil.

Teori struktur modal dan teori agensi memandang bahwa manajer dan investor adalah rasional dalam mengambil keputusan. Namun, penelitian psikologi baik secara eksperimen maupun survei mengungkapkan bahwa para pengambil keputusan cenderung keluar dari rasionalitas dan sering menampilkan bias kongnitif (Alicke *et al.*, 1995; Weinstein, 1980) dan fenomena ini sangat sering terlihat pada manajer (Cooper *et al.*, 1988). Asumsi yang digunakan dalam penelitian keuangan terkait dengan pengambilan keputusan adalah manajer yang rasional, yang beranggapan bahwa seorang manajer akan terlebih dahulu mempertimbangkan keuntungan/*return* sebelum mengambil tindakan keputusan keuangan. Pada kenyataannya tidak semua manajer bertindak rasional (*bound of rationality*), karena di dalam pengambilan keputusan keuangan, manajer memiliki kemampuan/keyakinan di atas rata-rata atas hasil keputusan yang diambil, yang terkadang secara tidak sadar akan berperilaku irrasional.

Ben-David *et al.*, (2007); Pikulina *et al.*, (2017), mengungkapkan bahwa perilaku *overconfident* CEO berpengaruh positif dan signifikan terhadap investasi. Pikulina *et al.*, (2017), membagi tingkat *overconfident* terhadap pengambilan keputusan investasi menjadi beberapa tingkat antara lain; *higher overconfident* (tinggi) menghasilkan tingkat investasi yang lebih tinggi, *moderate overconfident* (sedang) masih menguntungkan dan mengarah pada investasi yang akurat, *extreme overconfident* dan *Underconfident* menimbulkan biaya yang tinggi pada pengambilan keputusan perusahaan. Perusahaan yang dipimpin oleh manajer yang *overconfident* akan memiliki tingkat investasi yang tinggi, yaitu sering melakukan akuisisi, memiliki tingkat hutang yang tinggi, jarang membagikan dividen dan lebih suka melakukan *stock repurchase*. Penelitian ini sejalan dengan Dashtbayaz & Mohammadi, (2016a); Malmendier, (2004); Malmendier *et al.*, (2011); Malmendier & Tate, (2001, 2002, 2003, 2005a, 2005b, 2008); Wu & Liu, (2011); Yu, (2014). Dilain pihak, penelitian Hirshleifer *et al.*, (2012), menunjukkan pengaruh negatif signifikan antara perilaku *overconfident* CEO terhadap keputusan investasi dan menyatakan bahwa interaksi antara penghindaran risiko CEO yang *overconfident* memainkan peran penting dalam mengejar proyek inovatif. Galasso & Simcoe, (2011), berpendapat bahwa perilaku *overconfident*

CEO yang memicu investasi lebih tinggi, dapat bermanfaat dalam konteks proyek yang inovatif.

Manajer yang percaya diri akan melebih-lebihkan profitabilitas perusahaan dan lebih memilih hutang dibanding ekuitas, karena mereka menganggap ekuitas perusahaan mereka sangat rendah nilainya. Manajer yang percaya diri percaya bahwa volatilitas arus kas perusahaan lebih rendah dari sebelumnya dan karena itu meremehkan ekspektasi dari biaya kebangkrutan dan akan mengambil lebih banyak hutang (Hackbarth, 2009; Heaton, 2002; Malmendier *et al.*, 2010). Beberapa peneliti yang mengkaji pengaruh perilaku *overconfident* CEO terhadap struktur modal adalah Antwi *et al.*, (2012); Barros & Silveira, (2007); Rihab & Lotfi, (2016); Ben-David *et al.*, (2007); Chowdhury & Chowdhury, (2010); Diba, (2012); Fedyk, (2014); Malmendier & Tate, (2008); Oliver, (2005b); Park & Kim, (2009). Penelitian tersebut menunjukkan bahwa perilaku *overconfident* CEO berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal, semakin tinggi tingkat *overconfident* CEO/manajer maka akan meningkatkan pembiayaan melalui hutang. Dilain pihak, penelitian Aggarwal & Padhan, (2017); Huang *et al.*, (2016); Jin & Kothari, (2005); Kodongo *et al.*, (2015); Loncan & Caldeira, (2014); Mefteh & Oliver, (2007); Purhanudin, (2015); Tomak, (2013) menemukan bahwa perilaku *overconfident* CEO berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Di bawah pengelolaan manajemen yang *overconfident*, periode jatuh tempo dari struktur hutang akan berkurang ketika perusahaan mampu meningkatkan laba (Purhanudin & Zakaria, 2015). Perusahaan dengan CEO yang *overconfident* cenderung mengadopsi jatuh tempo struktur hutang yang lebih pendek, dengan menggunakan proporsi yang lebih tinggi dari hutang jangka pendek (Huang *et al.*, 2016).

Modal perusahaan pada dasarnya dapat berasal dari sumber internal maupun eksternal. Dana yang terkumpul sebagai akumulasi bagian laba yang tidak dibagi dikatakan sebagai dana internal. Semakin berkembangnya perusahaan, jika dana internal tidak mencukupi maka diperlukan dana yang berasal dari sumber eksternal. Menahan sebagian laba mengakibatkan pengurangan bagian yang akan dibagikan kepada para pemegang saham sebagai dividen, hal ini perlu dipertimbangkan dengan hati-hati karena menurut teori

signaling akan mendatangkan respons yang negatif dari pemegang saham. DeAngelo *et al.*, (2008) menyajikan sintesis penelitian akademis mengenai kebijakan pembayaran perusahaan dan menyimpulkan bahwa motif pemberian sinyal manajerial, permintaan klien, tunjangan penundaan pajak, heuristik perilaku investor, dan sentimen investor memiliki pengaruh kecil terhadap kebijakan pembayaran dividen, namun hal itu bias pada perilaku tingkat manajerial dan preferensi istimewa pemegang saham pengendali, yang secara masuk akal memiliki dampak paling pertama terhadap keputusan dividen (Balachandran & Nguyen, 2018).

CEO yang *overconfident* akan mengurangi pembagian dividen karena mereka yakin bahwa perusahaan memiliki kesempatan untuk melakukan investasi di masa depan (Ben-David *et al.*, 2007). Malmendier & Tate, (2015), menunjukkan bahwa sebagian besar eksekutif perusahaan menunjukkan gejala terlalu percaya diri dalam keputusan mereka. CEO yang *overconfident* akan membayar lebih sedikit dividen dan tidak bergantung pada keuangan berbasis ekuitas eksternal. Cordeiro, (2011); Deshmukh *et al.*, (2008, 2013b); Wu & Liu, (2011), mengungkapkan bahwa perilaku *overconfident* CEO berpengaruh negatif dan signifikan terhadap pembayaran dividen. Di lain pihak, penelitian Balachandran & Nguyen, (2018); Wu & Liu, (2011), menunjukkan hasil bahwa perilaku *overconfident* CEO berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. CEO yang *overconfident* cenderung meningkatkan dividen tunai dan melakukan kesalahan dalam menilai perusahaan, dimana mereka akan menilai terlalu tinggi perusahaan dan percaya bahwa perusahaan akan memiliki prospek yang cerah di masa depan, sehingga mereka membagikan dividen sebagai sinyal kepada investor.

Penelitian *traditional finance* tentang pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan mempunyai hasil yang sama bahwa keputusan investasi berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Drobetz & Momtaz, (2020), melakukan penelitian investasi pada perusahaan pelayaran global, dan hasilnya menguatkan penelitian sebelumnya bahwa investasi berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil yang sama ditemui pada penelitian Akhtaruddin & Hossain, (2008); Hossain *et al.*, (2005); dan MacKay, (2003).

Penelitian Del Brio *et al.*, (2003), selain mengukur pengaruh investasi terhadap nilai perusahaan juga menambahkan dengan faktor *free cash flow*, hasilnya menunjukkan bahwa tingkat investasi dan *free cash flow* mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan, temuan tersebut menguatkan *teori free cash flow* bahwa akan terjadi penurunan nilai perusahaan untuk investasi dengan *free cash flow* yang tinggi.

Chowdhury & Chowdhury, (2010), menemukan bahwa struktur modal berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan ketika dikelompokkan dalam industri, dimana penelitian tersebut menggunakan sampel 4 sektor industri. Sejalan dengan penelitian Antwi *et al.*, (2012), dilakukan dalam perekonomian yang sedang tumbuh seperti di Ghana, dan terbukti bahwa modal ekuitas dan hutang jangka panjang berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Aggarwal & Padhan, (2017); dan Loncan & Caldeira, (2014), mendapatkan hasil yang sebaliknya, struktur modal berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Aggarwal & Padhan, (2017), menemukan bahwa teori struktur modal *irrelevant* Modigliani Miller tidak berlaku pada sektor perhotelan di India.

Berdasarkan penelusuran penelitian tentang pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan, beberapa penelitian mengungkapkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan (Anton, 2016; Budagaga, 2017; Giang & Tuan, 2016; Nwamaka & Ezeabasili, 2017; Ochieng, 2016; Rehman, 2016). Walaupun hasil penelitian tersebut konsisten tetapi kecenderungan teori yang relevan dengan hasil penelitian adalah berbeda-beda, yaitu penelitian yang mendukung teori *signaling* dalam hal kebijakan dividen (Rehman, 2016), dan relevansi dividen sebagai model pensinyalan (Anton, 2016; Budagaga, 2017; Giang & Tuan, 2016; Nwamaka & Ezeabasili, 2017; Ochieng, 2016; Rehman, 2016). Teori *signaling* (Lintner, 1956) menyatakan bahwa keputusan perusahaan untuk membagikan dividen, merupakan sebuah sinyal bagi perusahaan untuk menunjukkan keoptimisan dan keyakinan mereka kepada investor terhadap prospek perusahaan di masa depan.

Pada perkembangannya, semakin banyak peneliti yang meragukan asumsi yang dikemukakan oleh teori *signaling* sebagai alasan perusahaan membagikan dividen, seperti penelitian yang dilakukan oleh Grullon *et al.*, (2005) yang

menemukan bahwa perubahan kenaikan dividen, tidak cocok untuk memprediksi adanya kemungkinan kenaikan laba perusahaan, atau kenaikan pada kinerja operasi perusahaan.

Teori keuangan menekankan bahwa tugas seorang manajer adalah memaksimalkan nilai perusahaan melalui berbagai kebijakan dan keputusan yang dibuatnya. Dalam kedudukannya sebagai agen, manajer mendapatkan amanah dari para pemegang saham atau pemilik perusahaan untuk selalu membuat kebijakan yang sebaik-baiknya agar nilai perusahaan selalu meningkat dan pada akhirnya akan meningkatkan kesejahteraan pada pemegang saham. Nilai perusahaan yang tinggi akan membuat pasar percaya tidak hanya pada kinerja perusahaan saat ini namun juga pada prospek perusahaan dimasa depan (Kang *et al.*, 2017).

Nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli (investor) apabila perusahaan tersebut dijual. Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan juga tinggi, kondisi tersebut meningkatkan kepercayaan investor terhadap kinerja perusahaan saat ini dan prospek perusahaan di masa mendatang. Nilai perusahaan merupakan cerminan dari harga saham perusahaan tersebut. Bagi perusahaan yang menerbitkan saham di pasar modal, harga saham yang diperjualbelikan di bursa merupakan indikator nilai perusahaan. Untuk mengetahui rata-rata nilai perusahaan di Bursa Efek Indonesia, dapat dilihat dari Indeks Harga Saham Gabungan. Berikut data indeks harga saham gabungan di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2015 – 2019.



Gambar 1. Data Indeks Harga Saham Gabungan Tahun 2015-2019

Berdasarkan gambar 1, dapat diketahui bahwa rata-rata nilai perusahaan di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2015-2019 mengalami peningkatan, sehingga investor berminat untuk menanamkan modalnya pada perusahaan di Bursa Efek Indonesia. Nilai perusahaan yang tinggi merupakan keinginan setiap pemilik perusahaan karena nilai yang tinggi menunjukkan besarnya kemakmuran para pemegang saham. Untuk mencapai hal tersebut, perusahaan mengharapkan CEO akan melakukan tindakan terbaik bagi perusahaan dengan memaksimalkan nilai perusahaan, sehingga kesejahteraan pemilik perusahaan dapat tercapai.

Sebagian besar efek positif dari perilaku *overconfident* CEO pada nilai perusahaan adalah adanya inovasi yang lebih besar dan biaya hutang yang lebih rendah (Foroghi & Moazeni, 2018; Kang *et al.*, 2017; Sadaqat *et al.*, 2018; Slothouber, 2010; Velde, 2017; Wu & Liu, 2011). Di sisi lain, didapatkan hasil yang menyatakan bahwa perilaku *overconfident* CEO berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan (Ben-David *et al.*, 2013; Campbell *et al.*, 2011; Dashtbayaz & Mohammadi, 2016a; Foroghi & Moazeni, 2018; Goel & Thakor, 2008; Hackbarth, 2009; Malmendier & Tate, 2008; Sadaqat *et al.*, 2018). Perilaku *overconfident* CEO dapat menjadikan kebijakan yang tidak akurat dan menimbulkan biaya besar yang dibebankan pada perusahaan sehingga dapat menurunkan nilai perusahaan. CEO yang *overconfident* cenderung memiliki distribusi risiko atau pengembalian yang salah kaprah, membuat mereka melebih-lebihkan keduanya yaitu nilai dari perusahaan mereka dan potensi perusahaan yang akhirnya berdampak pada turunnya nilai perusahaan. Huang *et al.*, (2016); dan Roll, (1986), berpendapat bahwa kehebohan manajemen erat kaitannya dengan konsep *overconfident*. Meskipun istilah *overconfident* tidak disebutkan secara eksplisit, dengan teori “keangkuhan” nya, Roll, (1986), menunjukkan bahwa para manajer yang *overconfident* merasa terlalu yakin akan manfaat yang diharapkan dari merger dan akuisisi, sehingga mereka mengajukan penawaran secara berlebihan untuk perusahaan target dan akhirnya menyebabkan kerugian.

Heaton, (2002); Malmendier & Tate, (2008), menemukan bahwa manajer yang terlalu percaya diri adalah penyebab penyimpangan investasi, sensitivitas investasi, dan perkiraan pengembalian proyek yang berlebihan. Ahmed & Duellman, (2013) menunjukkan bahwa manajer yang terlalu percaya diri pada

umumnya tidak mengikuti akuntansi konservatif dan menggunakan lebih banyak struktur modal berbasis utang (Sadaqat *et al.*, 2018; Shefrin, 2001), yang ternyata mempengaruhi nilai perusahaan secara negatif (Liu & Taffler, 2008). Berdasarkan hasil penelitian tersebut, issue mengenai pengaruh CEO *overconfident* terhadap nilai perusahaan memiliki peluang untuk diteliti kembali dengan menggunakan variabel mediasi, yaitu dengan variabel mediasi keputusan investasi, struktur modal dan kebijakan dividen. *Bias* akan mempengaruhi kualitas dari keputusan CEO/manajer terkait dengan kebijakan perusahaan. Dengan demikian sangat perlu untuk diuji lebih lanjut, apakah *bias* ini memberikan keuntungan atau malah merugikan perusahaan. Bias manajerial seperti *overconfident* dapat mempengaruhi kebijakan perusahaan, yang meliputi keputusan investasi, keputusan pendanaan (struktur modal), serta keputusan dividen, yang pada akhirnya akan mempengaruhi nilai perusahaan. Hasil penelitian yang berbeda-beda dari pengaruh langsung dan tidak langsung yang menyebabkan inkonsistensi hasil disebabkan karena pengukuran yang berbeda-beda seperti penggunaan rasio-rasio keuangan, CEO ownership, karakteristik CEO, *photograp*, tingkat pendidikan, *background* pendidikan dan CEO tenure, sehingga penelitian ini akan memformulasi pengukuran yang akan mengatasi kelemahan penelitian terdahulu.

Kebaruan dalam penelitian ini secara garis besar ada dua yaitu pada metodologi penelitian dan pengukuran variabel perilaku *overconfident* CEO. Pertama, dari segi metodologi, penelitian ini menggabungkan dua aliran teori riset keuangan ke dalam satu penelitian dengan menggunakan perantara atau variabel mediasi, yaitu teori *behavioral finance* tentang pengaruh perilaku *overconfident* CEO terhadap *corporate policies*, dan teori *traditional finance* tentang pengaruh *corporate policies* terhadap nilai perusahaan. Pengaruh tidak langsung antara perilaku *overconfident* CEO terhadap nilai perusahaan di mediasi oleh *corporate policies* (keputusan struktur modal, keputusan investasi, kebijakan dividen). Kedua, pengukuran perilaku *overconfident* CEO yang digunakan dalam penelitian ini belum pernah digunakan/ditemukan pada penelitian perilaku *overconfident* CEO di Indonesia. Berdasarkan latar belakang yang telah disampaikan diatas, ditemukan inkonsistensi hasil penelitian pada pengaruh langsung (*direct*) perilaku *overconfident* CEO terhadap nilai perusahaan, sehingga perlu untuk menguji

kembali hasil temuan yang inkonsisten serta menggabungkan dua aliran teori dalam satu riset keuangan tentang pengaruh perilaku *overconfident* CEO terhadap nilai perusahaan dengan dimediasi oleh variabel keputusan struktur modal, keputusan investasi, dan kebijakan dividen sebagai variabel mediasi yang akan menjadi perantara dari pengaruh variabel perilaku *overconfident* CEO terhadap variabel nilai perusahaan.

1.2 Perumusan Masalah

Penelitian ini akan meneliti mengenai perilaku *overconfident* CEO terhadap *corporate policies* dengan pendekatan berbasis teori *behavioral finance*, kemudian menguji pengaruh *corporate policies* terhadap nilai perusahaan dengan pendekatan teori *traditional finance*. Alasan peneliti memfokuskan pada kedua teori tersebut adalah karena berdasarkan studi literatur yang telah dilakukan, dapat diketahui bahwa masih sedikitnya literatur yang menghubungkan kedua teori tersebut. Berdasarkan latar belakang yang telah disampaikan sebelumnya, maka peneliti merumuskan beberapa masalah yang akan diteliti, yaitu

1. Apakah perilaku *overconfident* CEO berpengaruh terhadap nilai perusahaan?
2. Apakah perilaku *overconfident* CEO berpengaruh terhadap keputusan struktur modal?
3. Apakah perilaku *overconfident* CEO berpengaruh terhadap keputusan investasi?
4. Apakah perilaku *overconfident* CEO berpengaruh terhadap kebijakan dividen?
5. Apakah keputusan struktur modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan?
6. Apakah keputusan investasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan?
7. Apakah kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan?
8. Apakah perilaku *overconfident* CEO berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan keputusan struktur modal sebagai variabel mediasi?
9. Apakah perilaku *overconfident* CEO berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan keputusan investasi sebagai variabel mediasi?

10. Apakah perilaku *overconfident* CEO berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel mediasi?

1.3 Pembatasan Masalah

Pembatasan suatu masalah digunakan untuk menghindari adanya penyimpangan maupun pelebaran pokok masalah agar penelitian tersebut lebih terarah dan memudahkan dalam pembahasan sehingga tujuan penelitian akan tercapai. Beberapa batasan masalah dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Luas lingkup penelitian ini meliputi *overconfident* CEO, kebijakan-kebijakan perusahaan dan nilai perusahaan. Nilai perusahaan dalam penelitian ini mengikuti pendapat dari Brainard & Tobin, (1968); Endri & Fathony, (2020); dan Tobin, (1969), yaitu penilaian kinerja saham perusahaan yang telah diperdagangkan di pasar modal (*go public*). Rasio penilaian memberikan informasi seberapa besar masyarakat menghargai perusahaan, sehingga masyarakat tertarik untuk membeli saham dengan harga yang lebih tinggi dibanding nilai bukunya. Kebijakan perusahaan dalam penelitian ini yaitu:
 - a) Keputusan investasi dalam penelitian ini mengikuti pendapat dari Jensen & Meckling, (1976); Ben-David *et al.*, (2007a); Ben-David & Hirshleifer, (2012); Dashtbayaz & Mohammadi, (2016a); Galasso & Simcoe, (2011); Malmendier *et al.*, (2011); Malmendier & Tate, (2005a, 2005b, 2008); Pikulina *et al.*, (2017); Wu & Liu, (2011); dan Yu, (2014), yaitu keputusan jangka panjang untuk berinvestasi pada satu atau lebih aset untuk mendapatkan keuntungan di masa depan atau permasalahan bagaimana seorang manajer keuangan dapat mengalokasikan dana untuk investasi yang akan mendatangkan keuntungan. Penelitian ini tidak membahas mengenai *overinvestment* perusahaan.
 - b) Keputusan struktur modal dalam penelitian ini mengikuti pendapat dari Antwi *et al.*, (2012); Barros & Silveira, (2007); Rihab & Lotfi, (2016); Ben-David *et al.*, (2007a); Chowdhury & Chowdhury, (2010); Diba, (2012); Fedyk, (2014); Malmendier & Tate, (2008); Oliver, (2005a); Park & Kim, (2009), yaitu keputusan dalam mengkombinasikan antara

hutang, saham preferen, dan saham ekuitas yang digunakan perusahaan untuk perencanaan mendapatkan modal.

- c) Keputusan dalam pembagian keuntungan (dividen) dalam penelitian ini mengikuti pendapat dari Ben-David *et al.*, (2007a); Cordeiro, (2011); Deshmukh *et al.*, (2008, 2013b); Ma & Liu, (2017); Malmendier & Tate, (2015); Wu & Liu, (2011), yaitu pembagian keuntungan yang diberikan perusahaan kepada pemegang saham dan berasal dari keuntungan yang dihasilkan perusahaan. Dividen yang dibagikan perusahaan dapat berupa dividen tunai, artinya kepada setiap pemegang saham diberikan dividen berupa uang tunai dalam jumlah rupiah tertentu untuk setiap saham atau dapat pula berupa dividen saham yang berarti kepada setiap pemegang saham yang dimiliki seorang pemodal akan bertambah dengan adanya pembagian dividen saham tersebut (Lintner, 1956).

2. Fokus penelitian ini adalah perilaku *overconfident* CEO. Menurut Doukas & Petmezas, (2007); Yu, (2014), CEO yang *overconfident* merasa bahwa mereka memiliki kemampuan pengambilan keputusan yang superior. Kehadiran bias kognitif ini mendorong CEO untuk menekankan penilaian mereka sendiri dalam pengambilan keputusan. Berdasarkan pernyataan tersebut, pengukuran perilaku *overconfident* CEO menggunakan tingkat pendidikan CEO (Malmendier & Tate, 2002, 2003, 2005a, 2005b; dan Purhanudin & Zakaria, 2015), jumlah persentase saham yang di miliki CEO (Cordeiro, 2011; Deshmukh *et al.*, 2008, 2013b; Kang *et al.*, 2017; Malmendier, 2004; Malmendier & Tate, 2001, 2002, 2003, 2005a, 2005b, 2008; Slothouber, 2010; Velde, 2017; Wu & Liu, 2011), menonjolnya foto CEO/manajer dalam laporan tahunan (Fedyk, 2014; Qin *et al.*, 2015; Sadaqat *et al.*, 2018; Schrand & Zechman, 2012). Selain itu, perilaku *overconfident* CEO dapat dilihat dari *Hold and lose* (HLO), yaitu jumlah tahun, lamanya CEO memegang opsi saham. Dikatakan *overconfident* ketika CEO memegang opsi saham sampai menjelang akhir masa jabatannya yaitu minimal 3 tahun (Hribar & Yang, 2016).

3. Penggunaan terminologi perilaku *overconfident* dalam penelitian ini berkaitan dengan tujuan penelitian. Peneliti menggunakan skala interval yaitu 1 sampai dengan 4 untuk mengukur perilaku *overconfident* CEO, yaitu *Overconfident* Rendah diberi skor 1, *Overconfident* Sedang diberi skor 2, *Overconfident* Tinggi diberi skor 3, dan *Overconfident* Sangat Tinggi diberi skor 4. Pemberian skala ini merujuk pada Bush & Allman, (2003) yang mengungkapkan bahwa data yang diperoleh dari skala likert memiliki skala interval berjenjang (*ordinally interval scale*). Cooper & Schindler, (2014) menegaskan bahwa skala likert menghasilkan data interval.

1.4 Tujuan Penelitian

Tujuan dari penelitian ini secara garis besar ada dua, yang pertama adalah untuk menguji dan menganalisis pengaruh perilaku *overconfident* CEO terhadap nilai perusahaan, yang dimediasi oleh keputusan struktur modal, keputusan investasi, dan kebijakan dividen. Kedua, untuk menganalisis bagaimana peran mediasi variabel keputusan struktur modal, keputusan investasi, dan kebijakan dividen dalam memediasi pengaruh perilaku *overconfident* CEO terhadap nilai perusahaan.

1.5 Keaslian dan Kebaruan Penelitian

Berdasarkan hasil telaah literature dengan aliran riset nilai perusahaan, menunjukkan bahwa mayoritas studi yang menghubungkan pengaruh perilaku *overconfident* CEO terhadap nilai perusahaan justru masih banyak dilakukan di negara-negara maju yaitu di United State sebagai obyek utama penelitian, sedangkan di Indonesia belum dilakukan/belum ditemukan artikel yang dipublish secara internasional atau masuk dalam indeks scopus.

Berdasarkan aspek metodologi penelitian, model determinasi *firm value* berubah seiring dengan perkembangan penelitian. Sebelum dilakukan studi bibliometrik, dapat diketahui bahwa determinasi *firm value* di dominasi oleh faktor keuangan dari perusahaan tersebut. Setelah dilakukan studi bibliometrik dapat diketahui bahwa model tersebut berubah dengan adanya CEO sebagai pengambil kebijakan didalam perusahaan. Mayoritas kajian *Firm Value* lebih

banyak menggunakan pendekatan *agency theory* dan gabungan *signaling theory* dan *agency theory*, sedangkan yang menggunakan teori *behavioral finance* hanya sebanyak 3 artikel dari 129 artikel. Penelitian ini akan mencoba untuk menjembatani kesenjangan ini dengan melakukan penelitian mengenai *firm value* dan menggabungkan dua aliran teori riset keuangan ke dalam satu buah riset dengan menggunakan variabel mediasi, yaitu teori *behavioral finance* tentang pengaruh perilaku *overconfident* CEO terhadap *corporate policies*, dan teori *traditional finance* tentang pengaruh *corporate policies* terhadap nilai perusahaan. Pengaruh tidak langsung antara perilaku *overconfident* CEO terhadap nilai perusahaan di mediasi oleh *corporate policies* (keputusan struktur modal, keputusan investasi, dan kebijakan dividen). Hal ini karena perilaku *overconfident* CEO dapat menyebabkan pilihan suboptimal bahkan dalam kasus dengan risiko tinggi pada konteks pengambilan keputusan perusahaan, sehingga keputusan tersebut berdampak pada nilai perusahaan.

Berdasarkan hasil studi *bibliometric*, dapat diketahui bahwa mayoritas kajian perilaku *overconfident* CEO dan *Firm Value* lebih banyak menggunakan pengujian regresi yaitu sebanyak 39 artikel. Ditemukan juga bahwa, pengukuran perilaku *overconfident* CEO yang di gunakan pada penelitian-penelitian sebelumnya berbeda-beda, yaitu pengukuran menggunakan karakteristik CEO seperti usia CEO dan *gender*, *background* pendidikan, tingkat pendidikan, CEO *ownership* baik menggunakan variabel dummy (*Longholder 67* dan *Longholder 40*), maupun jumlah persentase saham yang di miliki CEO (Cordeiro, 2011; Deshmukh *et al.*, 2008, 2013b; Kang *et al.*, 2017; Malmendier, 2004; Malmendier & Tate, 2001, 2002, 2003, 2005a, 2005b, 2008; Slothouber, 2010; Velde, 2017; Wu & Liu, 2011). Pengukuran menggunakan rasio keuangan (EPS, CAPEX) (Huang *et al.*, 2011; Dashtbayaz & Mohammadi, 2016a; Foroghi & Moazeni, 2018; Kasiani *et al.*, 2015). Pengukuran menggunakan *return*, *expected return* dan *abnormal return* (Rihab & Lotfi, 2016; Ben-David *et al.*, 2007b; Huang *et al.*, 2016; Purhanudin & Zakaria, 2015; Wu & Liu, 2011). Pengukuran menggunakan *Average Consumer Sentiment Index (CSI)* atau *Consumer Confidence Index (CCI)* ditemukan pada penelitian Oliver, (2005b) dan Tomak, (2013), sedangkan persentasi liputan pers dan *photograph* ditemukan pada penelitian Fedyk, (2014);

Qin *et al.*, (2015); Sadaqat *et al.*, (2018); Schrand & Zechman, (2012), mengukur tingkat *overconfident* CEO dilihat dari menonjolnya foto CEO/manajer dalam laporan tahunan.

Penelitian ini akan mencoba untuk menjembatani kesenjangan ini dengan melakukan pengujian menggunakan SEM, dan sepanjang pengetahuan peneliti, pengukuran perilaku *overconfident* CEO yang digunakan dalam penelitian ini belum pernah digunakan/ditemukan pada penelitian perilaku *overconfident* CEO di Indonesia. Selain itu, pada penelitian ini juga memasukkan CEO *ownership* baik menggunakan variabel dummy, maupun jumlah persentase saham yang dimiliki CEO sebagai pengukuran perilaku *overconfident* CEO. Pengukuran perilaku *overconfident* CEO dalam penelitian ini menggunakan skala interval, yaitu mengukur CEO *overconfident* rendah, CEO *overconfident* sedang, CEO *overconfident* tinggi, dan CEO *overconfident* sangat tinggi.

1.6 Kontribusi Penelitian

1.6.1 Kontribusi Teori dan Metodologi

Kontribusi penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Penelitian ini berkontribusi pada penelitian keuangan yang meneliti bagaimana *bias* perilaku manajer dapat mempengaruhi keputusan perusahaan yaitu berupa pengukuran perilaku *overconfident* CEO yang digunakan. Penelitian ini diharapkan mampu memberikan sumbangan pemikiran bagi pengembangan ilmu ekonomi secara umum dan sebagai upaya kajian teoritis bagi pengembangan teori dalam memperkaya khasanah ilmu dan literature pustaka khususnya yang berkaitan dengan perilaku *overconfident* CEO, keputusan struktur modal, keputusan investasi, kebijakan dividen dan manajemen keuangan khususnya *behaviour finance*.
2. Penelitian ini memberikan tinjauan teoritis tentang bagaimana *overconfident* CEO berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Konsesus tentang topik ini adalah *overconfident* CEO berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Dampak ini disebabkan oleh keputusan-keputusan strategis yang diambil oleh CEO seperti keputusan dalam pembiayaan perusahaan (struktur modal), keputusan investasi dan kebijakan pembayaran dividen.

3. Sebagai referensi bagi pihak-pihak yang ingin melakukan penelitian lebih lanjut dengan topik penelitian yang sama, baik secara teori maupun metodologi, dimana secara metodologi penelitian ini menggabungkan dua aliran teori riset keuangan yaitu teori *traditional finance* dan teori *behavioral finance* ke dalam satu riset.

1.6.2 Kontribusi Empiris

Secara empiris, penelitian ini memberi kontribusi dua aliran teori *literature*, yaitu penggabungan dua aliran teori *literature* menjadi satu riset dengan menggunakan variabel mediasi, aliran teori *traditional finance* dan teori *behavioral finance*. Pada penelitian keperilakuan akan menambahkan *literature* yang berkembang pada peran yang dimainkan psikologi individu dalam keputusan perusahaan dan kebijakan-kebijakan apa saja yang akan memberikan dampak bagi nilai perusahaan.

1.6.3 Kontribusi Kebijakan

Penelitian ini diharapkan dapat menjadi acuan dalam penerapan pengambilan keputusan atau kebijakan keuangan perusahaan. CEO sebagai pengambil keputusan strategis perusahaan memiliki peran penting untuk pencapaian tujuan perusahaan. Faktor psikologis yaitu perilaku CEO/manajer dapat mempengaruhi pengambilan keputusan atau kebijakan yang diterbitkan oleh perusahaan. Berdasarkan *literature overconfident* dimaknai sebagai kecenderungan perilaku pengambil keputusan yang tanpa disadari telah memberi bobot penilaian yang berlebihan pada ketepatan pengetahuan dan akurasi informasi yang dimiliki sehingga menghasilkan keputusan yang *bias*.

BAB II

KAJIAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN, DAN HIPOTESIS

2.1 Kajian Pustaka

2.1.1 Teori *Behavioral Finance*

Perilaku keuangan berawal dari bidang psikologi yang menyoroti bahwa individu tidak dapat membuat keputusan tanpa dipengaruhi oleh kondisi psikologisnya, serta individu diasumsikan memiliki keterbatasan rasionalitas. Kemudian banyak bermunculan hasil penelitian empiris terkait dengan *financial-based-psychology* yang kemudian memperkuat keraguan terhadap konsep keuangan tradisional dan keraguan terhadap teori-teori yang menjadi pondasi keuangan tradisional seperti *efficient market hypothesis*.

Perkembangan dan kemunculan *behavioral finance* diawali dengan penolakan terhadap hipotesa pasar efisien. Profesor Robert J. Shiller dari Universitas Yale adalah seorang yang mempunyai pengaruh besar dengan mengungkapkan bahwa pasar adalah tidak sepenuhnya efisien. Shiller (1981), mengungkapkan terjadinya *excess volatility* antara harga saham dengan fundamental yang mendasarinya, harga saham berfluktuasi lebih tinggi dari fundamentalnya. Pada saat menunjukkan adanya ketidakefisienan pasar melalui *excess volatility*, Shiller sendiri tidak mengetahui faktor apa yang menerangkan pasar menjadi tidak efisien, dipengaruhi oleh istrinya yang seorang mahasiswa doktoral bidang psikologi pada universitas Delaware, Shiller mencoba menawarkan penjelasan ketidakefisienan pasar dengan pendekatan ilmu sosial.

De Bondt & Thaler, (1985), membuat perintis penelitian tentang *behavioral finance* dengan mengamati perilaku investor terhadap berita yang terjadi tidak terduga dan dramatis di pasar saham. Dikatakan bahwa ada kecenderungan kuat untuk saham dengan harga tinggi dalam satu periode akan

mengalami kondisi pembalikan dalam tahun-tahun berikutnya, disebut sebagai "Efek *Overreaction*"/efek dari reaksi yang berlebihan dalam menyikapi berita/informasi dipasar bursa. *Overreaction Hypothesis* menegaskan bahwa saham pasar tunduk pada gelombang optimisme dan pesimisme. Aplikasi yang paling menarik terkait dengan *Overreaction Hypothesis* adalah potensi untuk mendapatkan keuntungan normal dengan menerapkan strategi kontrarian/melawan arah yaitu membeli saham/surat berharga ketika harga rendah dan menjual surat berharga berperforma tinggi diawal pada setiap pembalikan berikutnya. De Bondt & Thaler, (1985), juga berpendapat bahwa pasar saham bereaksi berlebihan terhadap informasi laba masa lalu dan harga saham, dengan mengabaikan tren jangka panjang, sehingga investor dapat memperoleh keuntungan *abnormal* (*abnormal return*) pada horizon lagi dengan membeli saham *undervalued* dan menjual saham ketika dinilai terlalu tinggi. Motivasi di balik penelitian De Bondt & Thaler, (1985), adalah untuk menyelidiki hubungan antara pasar dan perilaku psikologi pengambilan keputusan individu.

Pelopor lain dari *behavioral finance* adalah Richard H. Thaler, seorang profesor ekonomi dan ilmu keperilakuan dari Universitas Chicago. Pemikiran Thaler menjadi anomali karena menyimpang dari pemikiran ekonomi neoklasik yang dikembangkan dari sekolah pemikir ekonomi (*economic schools of thought*) di Universitas Chicago. Thaler dan Shiller menulis disertasi doktoralnya berdasarkan paradigma pasar efisien tetapi akhirnya mereka membelot dengan mengembangkan *behavioral finance*. Sejak tahun 1991, Richard H. Thaler bersama dengan Robert J. Shiller dari Universitas Yale mengkoordinasi *workshop* pada *National Bureau Economic Research* (NBER), dengan dukungan dana dari Russell Sage Foundation. Sejak saat itu penelitian dengan tema *behavioral finance* semakin berkembang pesat.

Litner, (1998) menyatakan bahwa perilaku keuangan adalah suatu ilmu yang mempelajari bagaimana manusia menyikapi dan bereaksi atas informasi yang ada atau yang diterima dalam upaya untuk mengambil keputusan yang dapat mengoptimalkan tingkat pengembalian dengan memperhatikan risiko yang melekat di dalamnya (unsur sikap dan tindakan manusia merupakan faktor penentu dalam berinvestasi). Menurut Olsen, (1998), perilaku keuangan tidak

mencoba untuk mendefinisikan perilaku rasional atau menetapkan pengambilan keputusan sebagai sebuah bias atau kesalahan; melainkan untuk memahami dan memprediksikan implikasi-implikasi sistematis pasar keuangan dari sudut pandang psikologi, akan tetapi Olsen menekankan bahwa sejauh ini belum ada teori keuangan perilaku yang terintegrasi, dan yang ditemukan dalam literatur adalah sebatas pada mengidentifikasi atribut-atribut pengambilan keputusan dalam berinvestasi di pasar.

Russel & Fuller, (2000) menjelaskan tiga poin penting dalam *behavioral finance*. Pertama, *behavioral finance* adalah penggabungan antara ekonomi klasik dan keuangan dengan psikologi dan ilmu pengambilan keputusan, dan perlu diketahui bahwa ilmu pengambilan keputusan juga berkembang mengikuti perkembangan zaman, sehingga penerapan teori ekonomi klasik yang relatif bersifat baku, berbeda-beda seiring dengan perkembangan zaman. Kedua, *behavioral finance* merupakan suatu percobaan untuk menjelaskan apa penyebab beberapa anomali-anomali keuangan yang sudah terlihat dan dibukukan dalam literasi keuangan. Banyaknya studi kasus dan observasi dari kejadian sebelumnya diharapkan dapat menjadi dasar pengembangan teori *behavioral finance* di masa depan. Diharapkan anomali-anomali keuangan tersebut dapat dijelaskan melalui teori-teori baru. Ketiga, *behavioral finance* adalah suatu bidang studi yang menjelaskan bagaimana investor secara sistematis membuat *judgement* yang salah atau "*mental mistakes*".

Behavioral finance adalah studi yang mempelajari bagaimana fenomena psikologi mempengaruhi tingkah laku keuangannya (Shefrin, 2000). Perilaku keuangan mempelajari bagaimana manusia secara aktual berperilaku dalam sebuah penentuan keuangan (Nofsinger, 2001). Bodie & Brière, (2013), menjelaskan ada dua pemikiran. Pertama, bahwa investor tidak selalu dapat memproses data dengan cara yang benar sehingga menciptakan probabilitas distribusi yang salah terhadap prediksi *return* di masa depan. Kedua, jika distribusi dalam keadaan sebenarnya, investor cenderung juga membuat keputusan yang tidak optimal. Dua pemikiran ini menguatkan bahwa investor dapat mengambil keputusan secara irasional. *Behavioural finance* dimasukkan dalam pengambilan keputusan karena bisa menjadi faktor penggerak harga pasar. Dalam

dua dekade terakhir, teori perilaku keuangan telah menambahkan beberapa aspek baru ke dalam studi pada pasar keuangan, dengan menggabungkan faktor psikologi ke dalam keuangan dan ekonomi. Kahneman & Tversky, (1982); Shefrin & Statman, (1999); Thaler, (1992) dalam penelitiannya berupaya untuk menjelaskan bagaimana persepsi para pelaku pasar dan reaksi mereka terhadap ketidakpastian yang akan mempengaruhi keputusan investasi dan akan mempengaruhi pergerakan harga sekuritas. Penelitian Bernheim & Rangel, (2008); dan Buss, (2009), mengungkapkan bahwa *Behavioral finance* telah menjadi cabang teori baru dalam keuangan dengan menggabungkan pengetahuan psikologi, sosiologi, dan ilmu-ilmu sosial lainnya.

2.1.2 Teori Penipuan Diri (*Self Deception Theory*)

Penelitian ini menggunakan pendekatan *behavioral finance* dan berpijak pada teori yang disampaikan oleh Trivers pada tahun 2004, yang dikenal dengan teori penipuan diri atau *Self Deception Theory*. Pada teori penipuan diri (*Self Deception Theory*), dikatakan bahwa jika seseorang mempersepsikan dirinya memiliki kemampuan di atas rata-rata, maka secara tidak sadar pola pikirnya akan mengarahkan dan mengelola bahwa persepsinya tersebut adalah benar adanya, sehingga akan cenderung mencari informasi yang mendukung perilakunya dan mengabaikan informasi yang bertentangan dengan perilakunya. Perilaku tersebut akan menyebabkan keyakinan yang keliru (*false beliefs*), dan selanjutnya akan mengarah kepada pembentukan perilaku *overconfident* yang memiliki implikasi “penipuan diri atau *self deception*”. Perilaku *overconfident* dapat muncul tanpa disadari, atau secara tidak sadar seseorang bisa berperilaku *overconfident*, hal tersebut dikarenakan sifat dasar manusia yang pada umumnya tidak dapat mengontrol kemampuan sebenarnya secara sempurna, yang mengakibatkan kecenderungan setiap individu selalu beranggapan bahwa mereka adalah yang lebih baik (lebih pandai, lebih kuat) dibandingkan dengan keadaan mereka yang sebenarnya.

Trivers, (2004), mengungkapkan tentang dasar proses psikologis pembentukan perilaku penipuan diri dalam diri seseorang, yang diawali dengan adanya penyangkalan (*denial*) terhadap perilaku negatif dan adanya tendensi

untuk mempersepsikan atau mengklaim bahwa dirinya telah melakukan perbuatan baik atau positif (*projection*). Manusia mempunyai dua karakter kekuatan, yaitu kekuatan karakter positif dan negatif yang saling bersaing untuk menjawab permasalahan yang dihadapi. Karakter negatif dan positif tersebut akan menciptakan konflik internal dalam diri seseorang dan menimbulkan aliran informasi yang bias, ketika terjadi konflik akan menyebabkan munculnya signal penipuan diri, dan selanjutnya akan ada mekanisme penyangkalan (*denial*) terhadap perilaku negatif dan persepsi diri sudah melakukan perbuatan baik (*projection*) yang akan mempengaruhi perilaku orang yang bersangkutan.

Kufepaksi, (2016), menjelaskan bahwa teori penipuan diri (Trivers, 2004) memiliki kaitan yang erat dengan teori perilaku sebelumnya yang disampaikan oleh Kahneman & Tversky, (1973), yaitu Teori Distribusi Impresif dan *Predictability*. Kedua teori tersebut memiliki fokus perhatian yang sama yaitu menjelaskan perilaku individu yang *overconfident* dalam mengambil keputusan. Perbedaannya adalah pada Kahneman & Tversky, (1973) menitikberatkan pada segi keperilakuan sebagai proses pengambilan keputusan pada situasi yang tidak pasti (*judgement under uncertainty*), yang melibatkan hubungan antara perilaku individu dengan tingkat *overconfident* yang tinggi dan rendah ketika melakukan prediksi dan lebih menekankan faktor kognisi sebagai penyebab perilaku *overconfident*, sedangkan Trivers, (2004) mengaitkan perilaku *overconfident* dalam bingkai hubungan sebab akibat (*causal effect*) yang dilihat dari tinjauan antropologi, dan lebih menekankan faktor *personality* sebagai penyebab perilaku *overconfident*.

2.1.3 Perilaku *Overconfident*

Perilaku yang dihasilkan oleh proses pengambilan keputusan yang tidak rasional pada awal mulanya menjadi ranah atau domain disiplin ilmu psikologi. Beberapa penelitian psikologi yang menjadi kajian proses pengambilan keputusan antara lain; penelitian Neumann & Morgenstern, (1944), menyatakan bahwa seseorang dikatakan rasional sepanjang cara berpikir dan perilakunya mematuhi atau memenuhi empat aksioma yaitu *the completeness*, *the transitivity*, *the continuity*, dan *the independence*. Aksioma Neumann dan Morgenstern ini

mendapatkan banyak kritik karena konstruksi rasionalitas yang mereka bangun sangat lemah dan beranggapan bahwa orang yang rasional adalah orang *risk averse*, orang yang menghindari risiko.

Konsep *bounded rationality* dikemukakan oleh Simon, (1957), menyatakan bahwa perilaku pengambil keputusan yang *overconfident* mencerminkan adanya bias kognitif yang ditimbulkan oleh keterbatasan pengetahuan, informasi dan kecukupan waktu yang digunakan dalam pengambilan keputusan akan mempengaruhi kualitas keputusan yang diambil. Menurut Pitz, (1974) pada umumnya individu yang menderita atau mengalami bias kognitif yang disebutkan dalam konsep *bounded rationality* cenderung tidak mengenal “ketidak-pastian”.

Fischhoff *et al.*, (1977); Russo & Schoemaker, (1992); Taylor & Brown, (1988), mengartikan bahwa perilaku *overconfident* sebagai kecenderungan perilaku pengambil keputusan yang secara tidak sadar memberi penilaian berlebihan pada ketepatan pengetahuan dan akurasi informasi yang dimiliki sehingga mengabaikan informasi dari sumber lain yang berakibat pada hasil keputusan yang bias. Menurut Fischhoff *et al.*, (1977), perilaku *overconfident* dikelompokkan dalam dua perilaku yaitu *foresight bias* dan *hindsight bias/knew it all along*. *Foresight bias* merupakan kecenderungan berperilaku *overconfident* terhadap prediksi atau peristiwa yang akan terjadi dimasa datang, sedangkan *hindsight bias* merupakan kecenderungan berperilaku *overconfident* terhadap peristiwa-peristiwa yang telah terjadi, yang dilandasi oleh perilaku *heuristic* yaitu perilaku ketika bertindak atau mengambil keputusan dengan menyederhanakan masalah setelah mengamati peristiwa-peristiwa masa lampau.

Dalam literatur psikologi *overconfident* diartikan sebagai keyakinan bahwa distribusi probabilitas prediksi seseorang lebih tinggi dari sesungguhnya, dan perilaku *overconfident* sering terjadi ketika seseorang mempunyai persoalan psikologis berupa adanya penilaian yang berlebihan terhadap informasi yang didapat maupun terhadap *judgment* yang dibuatnya terhadap informasi tersebut yang disebabkan oleh banyak faktor kejiwaan. Sedangkan dalam berbagai literatur keuangan, *overconfident* didefinisikan sebagai penaksiran yang terlalu tinggi (*overestimating*) dalam menilai suatu *financial asset* (Gervais & Odean, 2001;

Odean, 1998). Seseorang yang *overconfident* cenderung akan lebih-lebihkan hasil keputusan mereka dan meremehkan risiko yang terkait dengan keputusan tersebut. Shiller, (2007), menyampaikan bahwa *overconfident* menunjukkan penilaian seseorang terhadap kemampuan dirinya, dimana dalam konteks ini seseorang akan menilai dirinya mempunyai kemampuan diatas rata-rata orang lain, dan biasanya seseorang akan menunjukkan kepercayaan diri berlebihan tentang kemampuan atau pengetahuannya.

Kufepaksi, (2007), melakukan penelitian mengenai dampak perilaku *overconfident* terhadap proses pembentukan dan koreksi harga saham dengan metoda eksperimental. Dalam penelitiannya ditemukan bahwa perilaku *overconfident* (sebagai implikasi perilaku “penipuan diri”) mempunyai dampak yang signifikan dalam proses pembentukan harga. Di pasar modal, keyakinan diri yang berlebihan akan kinerja emiten di masa depan sangat potensial untuk menimbulkan gelembung harga. Shiller, (2006), mengatakan bahwa gelembung harga adalah situasi pasar ketika berita tentang kenaikan harga mengakibatkan kenaikan antusiasme investor. Jelas bahwa pada dasarnya gelembung harga lebih bersumber pada psikologi dan emosi para investor yang mempunyai keyakinan berlebihan terhadap *return* yang akan didapatkan pada moment atau peristiwa tertentu.

Glaser *et al.*, (2005) mengatakan bahwa ada tiga aspek atau elemen *overconfident* yaitu :

- a) *Miscalibration* yaitu, orang cenderung beranggapan bahwa probabilitas subyektif akan lebih tepat daripada probabilitas yang sesungguhnya, atau keyakinan distribusi probabilitas seseorang lebih tinggi dari yang sesungguhnya.
- b) *Better-than-average effect* yaitu, orang cenderung berpikir bahwa dia memiliki kemampuan diatas rata-rata.
- c) *Illusion-of-control* yaitu, suatu keyakinan yang berlebihan untuk memprediksi atau kecenderungan lebih-lebihkan atas kemampuan seseorang untuk mengendalikan peristiwa.

Overconfident atau terlalu percaya diri adalah karakteristik yang diamati tidak hanya di dunia bisnis, tapi juga dalam kehidupan sehari-hari. Penelitian

sebelumnya menunjukkan bahwa orang yang terlalu percaya diri menganggap mereka lebih baik daripada orang lain, bahkan ketika hal itu tidak terjadi. Chen *et al.*, (2013) menegaskan bahwa *overconfident* umumnya didefinisikan sebagai memiliki persepsi yang tidak akurat dan terlalu positif tentang kemampuan atau pengetahuan seseorang, yang dikonseptualisasikan dalam dua cara dalam literatur psikologi. Persepsi terlalu positif, yaitu anggapan bahwa dirinya “lebih baik dari rata-rata”, yang merupakan kecenderungan individu untuk menganggap diri mereka sebagai “diatas rata-rata” untuk menilai kemampuannya. Persepsi yang tidak akurat atau miscalibrasi adalah, dimana individu menilai terlalu tinggi keakuratan atas ramalan mereka.

Perilaku *overconfident* mencerminkan perilaku manusia yang irrasional karena proses pengambilan keputusan tidak dilakukan berdasarkan prinsip-prinsip rasionalitas normatif yang mengacu pada *expected utility tertinggi*, dan perilaku ini sering disebut sebagai *overconfident bias*, *prediction overconfident*, serta *certainty overconfident* yang mempunyai implikasi terhadap teori investasi, khususnya terhadap perilaku investor dan manajer dalam pengambilan keputusan. Pengambilan keputusan yang salah akibat *overconfident* pada investor dan manajer antara lain yaitu, melakukan kesalahan estimasi terhadap target investasi potensial, kecenderungan melakukan *excessive trading* yang berdampak negatif, dan cenderung *underestimate* terhadap risiko. Dari beberapa definisi diatas dapat disimpulkan bahwa, perilaku *overconfident* merupakan kecenderungan seseorang untuk melebih-lebihkan dirinya diatas kemampuan yang sebenarnya atau mempersepsikan dirinya memiliki tingkat pengetahuan dan informasi yang akurat melebihi kenyataan yang sebenarnya sehingga keputusan yang dihasilkan bersifat bias dan tidak akurat.

1. Perilaku *Overconfident* CEO

Penelitian perilaku baru-baru ini menguji hubungan antara perilaku manajerial yang sepenuhnya rasional dan tindakan perusahaan, mengeksplorasi bagaimana tindakan manajer dengan *self assessment bias* yang akan mempengaruhi kebijakan keuangan perusahaan, investasi dan keputusan merger dan akuisisi. Penelitian menunjukkan bahwa manajer yang *overconfident* terlibat dalam *overinvestment* dan melakukan akuisisi yang menurunkan nilai perusahaan

sedangkan penelitian lain berpendapat bahwa hal itu mungkin diinginkan untuk sebuah perusahaan mempekerjakan seorang manajer yang *overconfident* karena dianggap dapat menghasilkan keberhasilan yang inovatif yang lebih besar dari perusahaan.

Dalam literatur psikologi sosial dan eksperimental, *overconfident* dan *self assessment bias* sudah dilakukan selama beberapa dekade (Alicke, 1985; Larwood & Whittaker, 1977; Miller & Ross, 1975; Svenson, 1981). Bias manajerial mulai mendapat perhatian serius dalam literatur ekonomi dan keuangan, salah satu contoh awal penelitian yang menghubungkan *overconfident* dengan pengambilan keputusan perusahaan adalah Roll, (1986), yang mengklaim bahwa keangkuhan manajerial setidaknya sama deskripsinya sebagai hipotesis alternatif seperti pajak, sinergi, dan manajemen target yang tidak efisien, sebagai penjelasan untuk akuisisi perusahaan. Camerer & Lovallo, (1999), menggunakan setting eksperimental untuk menunjukkan bahwa *overconfident* mempengaruhi keputusan untuk memasuki pasar bisnis di mana kesuksesan tergantung skill individu. Heaton, (2002) mengembangkan model teoritis sederhana yang mengasumsikan *overconfident* manajerial dan memprediksi bahwa manajer *overconfident* akan memiliki perkiraan atas arus kas yang bias, menunjukkan preferensi untuk pembiayaan internal proyek karena dari ketidakpastian yang dirasakan perusahaan, dan memiliki ketahanan yang lebih kuat terhadap akuisisi eksternal. Seperti disebutkan sebelumnya, literatur psikologi menunjukkan bahwa *overconfident* memanifestasikan dirinya dalam pengambilan keputusan di bawah ketidakpastian karena keduanya terlalu optimis dan salah kaprah. Penelitian di bidang keuangan menggunakan kedua dimensi, baik secara eksplisit maupun implisit, untuk menghasilkan prediksi tentang pengaruh kepercayaan diri individu terhadap keputusan ekonomi. Skala, (2008), mencatat bahwa kedua dimensi ini sering kali muncul dan hanya disebut sebagai "*overconfident*" dalam literatur keuangan.

Dalam literatur keuangan dan akuntansi, manajer yang *overconfident* dipandang sebagai manajer yang secara sistematis melebih-lebihkan perkiraan keuntungan di masa depan jika terjadi dampak yang menguntungkan, dan secara sistematis meremehkan dampaknya jika terjadi dampak buruk. Sejumlah besar

dokumen mendokumentasikan pengaruh *CEO* yang *overconfident* terhadap keputusan perusahaan dan akuntansi. Malmendier & Tate, (2005a), meneliti manajerial yang *overconfident* pada perusahaan dan membuktikan bahwa CEO yang *overconfident* lebih sensitif terhadap arus kas, dibandingkan investasi pada perusahaan yang CEO eksekutifnya tidak percaya diri. Doukas & Petmezas, (2007), berpendapat bahwa CEO yang *overconfident* merasa bahwa mereka memiliki kemampuan pengambilan keputusan yang superior. Kehadiran *bias* kognitif ini mendorong CEO untuk menekankan penilaian mereka sendiri dalam pengambilan keputusan. Malmendier & Tate, (2008), menemukan bahwa CEO yang *overconfident* membayar lebih untuk perusahaan target untuk melakukan merger dan menghancurkan nilai perusahaan. Schrand & Zechman, (2012), menunjukkan bahwa CEO yang *overconfident* lebih cenderung menunjukkan *bias* optimis dan dengan demikian lebih cenderung secara tidak sadar salah dalam menaksir pendapatan. CEO yang *overconfident* akan melakukan perdagangan secara tidak optimal, yang dikaitkan dengan kinerja perusahaan yang buruk. Dalam kinerja investasi di tingkat properti, ditemukan bahwa REIT (*Real Estate Investment Trusts*) yang di pimpin oleh CEO yang *overconfident* memiliki kinerja investasi yang lebih rendah, karena cenderung membuat keputusan investasi yang lemah ke dalam proyek NPV yang lebih rendah (Eichholtz & Yönder, 2014). CEO seperti itu lebih bersedia mengeluarkan perkiraan pendapatan manajemen (Libby & Rennekamp, 2012), namun mereka menggunakan akuntansi yang kurang konservatif (Ahmed & Duellman, 2013).

Pada dasarnya, undang-undang di Indonesia tidak mengenal istilah *Chief Executive Officer (CEO)*. Kepala Biro Hukum Kementerian Tenaga Kerja dan Transmigrasi Sunarno dalam artikel Ekspatriat Tetap Boleh Jadi Dirut Perusahaan mengatakan bahwa istilah CEO tidak dikenal dalam hukum positif di Indonesia, misalnya di Undang-Undang nomor 40 tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas (UUPT). Pada kenyataannya, posisi CEO sering digunakan untuk menunjuk jabatan manajerial tertinggi seperti presiden direktur atau direktur utama. Istilah CEO biasanya digunakan di berbagai perusahaan di Indonesia, tidak terbatas pada bidang-bidang tertentu, terutama di perusahaan multinasional yang diduduki oleh tenaga kerja asing, adapun istilah yang digunakan dalam UUPT

adalah direksi. Definisi direksi disebut dalam Pasal 1 ayat 5 UUPT yang berbunyi: “*Direksi adalah Organ Perseroan yang berwenang dan bertanggung jawab penuh atas pengurusan Perseroan untuk kepentingan Perseroan, sesuai dengan maksud dan tujuan Perseroan serta mewakili Perseroan, baik di dalam maupun di luar pengadilan sesuai dengan ketentuan anggaran dasar.*”

Istilah CEO dikenal dalam peraturan di Indonesia, yaitu pada Keputusan Menteri Tenaga Kerja dan Transmigrasi Nomor Nomor 40 Tahun 2012 tentang “Jabatan-jabatan Tertentu yang Dilarang Diduduki Tenaga Kerja Asing” (Kepmenakertrans 40/2012). Dalam Kepmenakertrans 40/2012 CEO atau dalam bahasa Indonesia menjadi Kepala Eksekutif Kantor jelas disebut sebagai salah satu jabatan tertentu yang dilarang diduduki tenaga kerja asing di antara jabatan-jabatan lainnya, akan tetapi CEO yang dimaksud di sini bukanlah pengisi jabatan teratas dalam manajemen seperti halnya presiden direktur atau direktur utama, melainkan kepala kantor dalam bidang personalia dan administrasi. Berdasarkan pada kode jabatan standar internasional atau ISCO (*International Standard Classification of Occupations*), yaitu CEO sebagai kepala kantor yang mengurus administrasi dan kepersonaliaan. Berdasarkan ISCO yang dituangkan dalam Kepmenakertrans 40/2012, posisi CEO yang dilarang untuk ekspatriat atau tenaga kerja asing adalah kepala kantor bagian kepersonaliaan dan administrasi, bukan CEO dalam arti presiden direktur atau direktur utama, sedangkan CEO yang dimaksud dalam penelitian adalah pengisi jabatan teratas dalam manajemen yaitu presiden direktur atau direktur utama.

2. Mengukur Perilaku *Overconfident* CEO

Penelitian Malmendier & Tate, (2005a, 2005b, 2008), menyampaikan bahwa para manajer yang gagal meminimalkan eksposur kekayaan pribadi mereka terhadap risiko spesifik perusahaan didefinisikan sebagai *overconfident*, kegagalan untuk melakukan hal tersebut mengindikasikan terjadinya perkiraan yang berlebihan terhadap tingkat pengembalian perusahaan mereka di masa depan, karena sebagian besar kekayaan manajer bergantung pada perusahaan yang dia tangani (biasanya, asuransi kesehatan, program pensiun, dan lain-lain), dengan adanya kumpulan spesifikasi eksposur kekayaan tersebut berarti *manager* sangat yakin dengan kekayaan perusahaan.

Ukuran utama perilaku *overconfident* CEO yang digunakan disini adalah keyakinan manajer untuk menjaga kekayaan pribadi mereka, karena keyakinan yang tinggi terhadap prospek masa depan perusahaan, yaitu dengan memegang opsi saham sampai menjelang tahun terakhir (minimal 3 tahun), atau sangat dekat dengan berakhirnya masa jabatan mereka. Pengukuran perilaku *overconfident* CEO menurut Malmendier & Tate, (2002, 2003, 2005a, 2005b), adalah sebagai berikut:

Variabel Conf (Holder67):

- *Overconfident*, jika *CEO* terus memegang opsi saham minimal 3 tahun atau pada awal tahun terakhir sebelum masa jabatan berakhir, saham yang dimiliki CEO minimal terdiri dari 67 persen
- Karakteristik CEO (Usia, Jenis Kelamin, Tingkat pendidikan), sebagai variabel kontrol.

Dalam penelitian lanjutan, Malmendier & Tate, (2008, 2015) menggunakan pengukuran perilaku *overconfident* CEO yang berbeda dari penelitian-penelitian sebelumnya, pengukuran penetapan opsi saham yang dimiliki oleh CEO sampai menjelang tahun terakhir masa jabatannya adalah minimal 40 persen sudah dinyatakan *overconfident*, berikut variabel-variabel yang digunakan:

Variabel Conf (Holder40):

- *Overconfident*, jika *CEO* terus memegang opsi saham sampai menjelang tahun terakhir sebelum masa jabatan berakhir minimal 3 tahun atau pada awal tahun terakhir masa jabatan, opsi tersebut setidaknya terdiri dari 40 persen.
- Karakteristik CEO (Usia, Jenis Kelamin, Tingkat pendidikan).
- *Hold and lose* (HLO): Jumlah tahun, lamanya *CEO* memegang opsi saham. Dikatakan *overconfident* ketika CEO memegang opsi saham sampai menjelang akhir masa jabatannya yaitu minimal 3 tahun.

Pengukuran tersebut juga digunakan pada penelitian Hribar & Yang, (2016), dan menambahkan asumsi bahwa, dengan memperkirakan nilai realisasi per opsi sebagai total nilai opsi yang dapat direalisasikan dibagi dengan jumlah

opsi yang dapat dieksekusi. Manajer diidentifikasi *overconfident* menggunakan ukuran ini, karena tetap memegang opsi selama sisa periode sampel.

Malmendier & Tate, (2015), menggunakan ukuran *Conf (Press)*, sebagai pengukuran alternatif, dimana ukuran terlalu percaya diri didasarkan pada penggambaran CEO oleh pers. Variabel kontinyu yang menggambarkan ukuran CEO terlalu percaya diri didefinisikan dalam rumus yang terdiri dari: jumlah artikel yang menjelaskan CEO percaya diri ditambah (+) artikel optimis, kemudian dikurangi (-) dengan jumlah artikel yang menjelaskan CEO dapat diandalkan, stabil, praktis, konservatif, hemat, hati-hati, tidak optimis, atau tidak percaya diri, skala dengan jumlah CEO disebutkan oleh pers, dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Conf (Perss)} = \frac{[(\text{Percaya Diri} + \text{Optimis}) - (\text{Hati-hati} + \text{Tidak Percaya Diri})]}{\text{Sum Total}}$$

Dalam budaya Amerika, citra sebagai *Chief Executive Officer* perusahaan begitu prestisius dibanding dalam kehidupan pribadinya sendiri. *CEO* secara teratur menghiasi sampul majalah dan berita utama. Empat kali dalam 25 tahun terakhir majalah Time telah memilih *CEO* perusahaan AS sebagai “*Person of the Year*” mereka yaitu: Ted Turner, Andrew Grove, Jeff Bezos, dan Mark Zuckerberg. Banyak *CEO* yang secara aktif menumbuhkan kepribadian publik mereka, jadi tidak mengherankan bila keputusan investasi berubah menjadi buruk, *CEO* sering dituduh terlalu percaya diri (Malmendier & Tate, 2015).

Pengukuran karakteristik personal untuk *CEO* yang *overconfident* juga digunakan pada penelitian Malmendier & Tate, (2002, 2003, 2005a, 2005b, 2008); dan Malmendier *et al.*, (2007), dan juga digunakan oleh Purhanudin & Zakaria, (2015) antara lain yaitu:

- *CEO ownership (OWN)*: Presentasi jumlah saham yang di pegang terhadap jumlah saham yang dikeluarkan. Dikatakan *overconfident* ketika *CEO* memegang opsi setidaknya terdiri dari 40 persen sampai tahun terakhir sebelum masa jabatan berakhir.
- *Hold and lose (HLO)*: Jumlah tahun lamanya *CEO* memegang opsi saham. Dikatakan *overconfident* ketika *CEO* memegang opsi saham sampai menjelang akhir masa jabatannya yaitu minimal 3 tahun.

- *CEO Age (AGE)* : Log usia CEO.
- *CEO Tenure (TENURE)*: Log masa jabatan/masa kerja CEO ditambah 1.
- Kepemilikan CEO (OWN): Saham yang dipegang oleh CEO terhadap jumlah saham yang dikeluarkan.
- Tingkat pendidikan tinggi (HIE): *Dummy* 0 jika tingkat pendidikan CEO di atas sarjana, jika tidak 1.
- Tingkat pendidikan rendah (LWE): *Dummy* 1 jika tingkat pendidikan CEO adalah sarjana atau di bawahnya, jika tidak 0.

Schrand & Zechman, (2012), mengukur *CEO overconfident* karena menonjolnya foto CEO/manajer dalam laporan tahunan. CEO yang terlalu percaya diri akan berusaha membuat dirinya menonjol atau lebih terlihat daripada eksekutif lainnya, dalam laporan tahunan tersebut sebagai pernyataan kuat bahwa dia lebih penting, terampil, dan berpengetahuan luas. CEO dengan foto individual boleh dibilang lebih percaya diri daripada mereka yang memiliki foto kolektif. Semakin besar visibilitas foto CEO dalam laporan tahunan, semakin yakin CEO/manajer tentang dirinya sendiri.

Berdasarkan beberapa pengukuran perilaku *overconfident* CEO yang disampaikan diatas, peneliti menggunakan pengukuran sesuai dengan kondisi dan karakteristik perusahaan yang ada di Indonesia. Berikut pengukuran yang diambil dari referensi penelitian terdahulu, dan dibuat tabel berdasarkan tingkatan perilaku *overconfident* CEO yang dikemukakan oleh Pikulina *et al.*, (2017), beberapa pengukuran yang akan digunakan antara lain sebagai berikut:

1. **CEO ownership (OWN Score)**

Diukur berdasarkan *Conf (Holder 67)* dan *Conf (Holder 40)* dari penelitian Malmendier & Tate, (2002, 2003, 2005a, 2005b, 2008, 2015); dan Malmendier *et al.*, (2007). Dikatakan *overconfident* sangat tinggi ketika CEO memegang opsi saham minimal terdiri dari 67 persen sampai menjelang tahun terakhir masa jabatan, dikatakan *overconfident* tinggi ketika memegang opsi saham minimal terdiri dari 40 persen sampai menjelang tahun terakhir masa jabatan, dikatakan *overconfident* sedang ketika memegang opsi saham minimal terdiri dari 20 persen dan dikatakan *overconfident* rendah ketika opsi saham yang dimiliki kurang dari 20 persen. Ahmed & Duellman, (2013); Balachandran & Nguyen, (2018);

Eichholtz & Yönder, (2014); Hribar & Yang, (2016); Libby & Rennekamp, (2012); Malmendier & Tate, (2002, 2003, 2005a, 2005b, 2008, 2015); Purhanudin & Zakaria, (2015); Malmendier *et al.*, (2007), berdasarkan referensi tersebut peneliti membuat tabel CEO *ownership score* yang disesuaikan dengan tingkatan pada pengukuran perilaku *overconfident* CEO yang digunakan peneliti terdahulu. Berikut adalah tabel *ownership score*.

Tabel 1. Ownership Score

Definisi ownership	Kategori
Memegang opsi saham minimal 67 persen pada tahun ke 3 masa jabatan	<i>Overconfident</i> Sangat tinggi
Memegang opsi saham minimal 40 persen pada tahun ke 3 masa jabatan	<i>Overconfident</i> Tinggi
Memegang opsi saham minimal 20 persen pada tahun ke 3 masa jabatan	<i>Overconfident</i> Sedang
Memegang opsi saham dibawah 20 persen pada tahun ke 3 masa jabatan	<i>Overconfident</i> Rendah

Sumber: tabel diolah dari referensi (Malmendier & Tate, 2003, 2005a, 2005b, 2015)

2. *Prominence of CEO's photograph (OC Score)*

CEO yang *overconfident* akan berusaha membuat dirinya menonjol atau lebih terlihat daripada eksekutif lain dalam laporan tahunan tersebut sebagai pernyataan kuat bahwa dia lebih penting, terampil, dan berpengetahuan luas. CEO dengan foto individual boleh dibilang lebih percaya diri daripada mereka yang memiliki foto kolektif. Pengukuran ini digunakan oleh Schrand & Zechman, (2012), mengukur perilaku *overconfident* CEO karena menonjolnya foto CEO/manajer dalam laporan tahunan, juga digunakan oleh Qin *et al.*, (2015).

Tabel 2. Prominence of CEO's photograph (OC Score)

Definisi photograph	Kategori
Setidaknya setengah halaman dan tidak ada orang lain	<i>Overconfident</i> Sangat tinggi
Kurang dari setengah halaman dan tidak ada orang lain	<i>Overconfident</i> Tinggi
Individu : Ada individu lain dengan CEO	<i>Overconfident</i> Sedang
Tidak ada foto CEO	<i>Overconfident</i> Rendah

Sumber: (Qin *et al.*, 2015; Schrand & Zechman, 2012)

3. Tingkat pendidikan CEO (*TP Score*)

Pengukuran *overconfident* CEO berdasarkan dari tinggi atau rendahnya tingkat pendidikan CEO yang disampaikan Purhanudin & Zakaria, (2015) mengacu pada penelitian Malmendier & Tate, (2002, 2003, 2005a, 2005b, 2008, 2015); dan Malmendier *et al.*, (2007), dimana dalam penelitian Malmendier dan Tate, dikatakan yang memiliki *overconfident* yang tinggi adalah tingkat pendidikan setara sarjana atau dibawahnya (SMA, SMP, SD), dimana dinyatakan dengan variabel Dummy bernilai 1 (yang artinya *overconfident*).

Pengukuran tersebut sejalan dengan penelitian Kufepaksi, (2008) yang menyampaikan bahwa, semakin rendah tingkat pengetahuan, orang cenderung secara tidak sadar untuk memposisikan diri sebagai orang yang memiliki kemampuan diatas rata-rata secara berlebihan sehingga tidak disadari telah menciptakan keyakinan awal yang keliru (*false belief*). Sebaliknya, semakin tinggi pengetahuan, orang akan cenderung memahami bahwa dirinya memiliki keterbatasan sebagai makhluk yang tidak sempurna sehingga akal dan pikirannya akan mencegah tingkat keyakinan bergerak tak terkontrol. Pengukuran perilaku *overconfident CEO* berdasarkan tingkat pendidikan disebut Score Tingkat Pendidikan (*TP Score*).

Tabel 3. Skor Tingkat pendidikan (*TP Score*)

Definisi tingkat pendidikan	Kategori
Tingkat pendidikan setara SMA atau di bawahnya	<i>Overconfident</i> Sangat tinggi
Tingkat pendidikan setara Sarjana/S1	<i>Overconfident</i> Tinggi
Tingkat pendidikan setara Magister/S2	<i>Overconfident</i> Sedang
Tingkat pendidikan setara Doktoral/S3	<i>Overconfident</i> Rendah

Sumber: data diolah dari referensi, (Malmendier & Tate, 2005a, 2005b, 2008, 2015)

4. *Hold and Lose* (*HLO score*)

Hold and Lose menunjukkan waktu atau berapa lama seorang CEO memegang/menahan opsi saham yang dimiliki, dan dihitung berdasarkan jumlah masa/waktu dalam tahun. Dikatakan *overconfident* ketika CEO memegang opsi saham minimal sampai menjelang tahun terakhir masa jabatannya atau pada awal tahun terakhir pada masa jabatan, yaitu minimal 3 tahun. Pengukuran ini digunakan pada penelitian Malmendier & Tate, (2002, 2003, 2005a, 2005b,

2008); dan Malmendier *et al.*, (2007), berdasarkan referensi ini peneliti membuat tabel *Hold and Lose Score* yang disesuaikan dengan aturan bahwa kepemilikan saham oleh CEO yang dipertahankan minimal sampai menjelang tahun terakhir masa jabatan (minimal 3 tahun), dengan menggunakan *Conf (Holder 40)*, yaitu minimal 40 persen dinyatakan *overconfident*, sehingga ketika opsi saham tetap dipertahankan sampai dengan tahun terakhir masa jabatan (lebih dari 3 tahun), bisa dikatakan tingkat *overconfident* CEO tersebut adalah sangat tinggi.

Tabel 4. *Hold and Lose* (HLO Score)

Definisi <i>hold and lose</i>	Kategori
Memegang opsi saham minimal 40 persen pada tahun ke 4 masa jabatan	<i>Overconfident</i> Sangat tinggi
Memegang opsi saham minimal 40 persen pada tahun ke 3 masa jabatan	<i>Overconfident</i> Tinggi
Memegang opsi saham kurang dari 40 persen pada tahun ke 2 masa jabatan	<i>Overconfident</i> Sedang
Memegang opsi saham kurang dari 40 persen pada tahun ke 1 masa jabatan	<i>Overconfident</i> Rendah

Sumber: tabel diolah dari referensi, (Malmendier & Tate, 2002, 2003, 2005a, 2005b, 2008; Malmendier *et al.*, 2007)

2.1.4 Teori Traditional Finance

Pada teori keuangan *traditional finance* atau *standard finance* mengungkapkan sebuah hipotesis yaitu mengenai *efficient market hypothesis* yang dikembangkan oleh Fama, (1965) beranggapan bahwa di pasar yang efisien harga atas suatu sekuritas yang terbentuk merupakan cermin dari semua informasi yang tersedia dan relevan tentang sekuritas tersebut. Harga yang terbentuk tersebut merupakan nilai wajar (*fair value*). Akibatnya, secara teori pelaku pasar yang aktif tidak mungkin memperoleh *abnormal return* (*beat the market*) secara terus menerus karena investor lain akan segera tahu aksi yang dilakukan oleh seorang investor, namun teori ini tidak mampu memberikan penjelasan tentang sejumlah ketidakkonsistenan (*anomaly*) pasar modal, misalnya *January Effect*, *Day of The Week Effects*, *Returns Over Trading and Non-Trading Periods*, *Stock Return Volatility and The Internet Phenomenon* (termasuk kebutuhan pasar modal sebagai imbas dari kejatuhan saham-saham berbasis internet di akhir tahun 1990-an), kejatuhan pasar modal di tahun 1929 dan 1987 serta dampak dari krisis *subprime mortgage* di tahun 2007-2008.

A. Teori Struktur Modal

1) *Pecking Order Theory*

Kerangka kerja *pecking* mendalilkan bahwa perusahaan mengikuti urutan urutan sumber pembiayaan. Urutan peringkat disebabkan oleh variasi tingkat asimetris informasi antara laba ditahan, hutang dan ekuitas luar (Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984). Ekuitas memiliki masalah seleksi buruk yang paling serius antara manajer dan investor sementara hutang hanya memiliki sedikit masalah seleksi yang buruk, dan penggunaan laba ditahan tidak menimbulkan masalah sama sekali. Untuk meminimalkan biaya seleksi yang merugikan, perusahaan pertama menggunakan dana internal (laba ditahan), diikuti oleh hutang luar negeri dan kemudian ekuitas eksternal. Hipotesis *pecking order* menyiratkan bahwa rasio hutang hanyalah hasil kumulatif dari pembiayaan hirarkis dari waktu ke waktu dan bukan hasil dari target rasio hutang (Antonczyk & Salzman, 2014). Alasan penerapan teori yang berhubungan dengan struktur modal dengan *pecking order theory*, adalah bahwa semua perusahaan yang ingin berkembang harus memiliki modal yang diperoleh dari hutang, akan tetapi tidak semua perusahaan bisa dengan mudah mendapatkan pinjaman, karena harus dianalisa terlebih dahulu apakah memang sudah tepat untuk berhutang. *Pecking order theory* adalah urutan sumber pendanaan dari internal (laba ditahan) dan eksternal/penerbitan ekuitas baru.

Myers, (1984), memberikan pernyataan bahwa, teori *pecking order* memiliki dasar dari dua asumsi yang menonjol. Pertama, para manajer lebih tahu prospek perusahaan mereka sendiri dibanding dengan investor luar. Kedua, Manajer bertindak dalam kepentingan keputusan terbaik terhadap pemegang saham yang ada. Kondisi yang disebutkan diatas seringkali menyebabkan perusahaan melupakan proyek dengan *net present value* positif apabila mereka terpaksa harus menyetujui keputusan manajer atas perusahaan untuk mengeluarkan saham *undervalued* bagi investor baru. Secara khusus, teori *pecking order* memberikan prediksi bahwa perusahaan lebih memilih untuk memakai dana internal jika tersedia dan memilih hutang atas ekuitas pada saat pembiayaan eksternal dibutuhkan.

2) *Signalling Theory*

Ross, (1977) mengungkapkan bahwa teori ini tersusun dari asumsi adanya *asymmetric information* antara manajer dan pemegang saham. Karena terdapat *asymmetric information* maka manajer harus berupaya memberi sinyal kepada investor. Sinyal tersebut harus dalam bentuk sesuatu yang bisa dipercaya dan tidak mudah ditiru atau mahal untuk menirunya. Dalam kebijakan struktur modal, sinyal yang diberikan adalah dalam bentuk digunakannya porsi hutang yang lebih besar pada perusahaan. Hanya perusahaan yang benar-benar kuat yang sangat berani menanggung risiko mendapatkan kesulitan keuangan pada saat porsi hutang perusahaan tinggi. Maka porsi hutang yang tinggi digunakan manajer sebagai sinyal bahwa perusahaan mempunyai kinerja yang handal.

3) *Trade Off Theory*

Menurut Kraus & Litzenberger, (1973) *Trade off theory* dari *leverage* memberikan pernyataan bahwa perusahaan melakukan penyeimbangan antara manfaat dari pendanaan dengan utang (perlakuan pajak perseorangan yang menguntungkan dari suku bunga dan biaya kebangkrutan dengan tinggi. Kenyataan bahwa bunga adalah beban yang bisa dikurangi sudah membuat hutang lebih murah dibanding saham biasa atau saham preferen. Dapat disebut hutang memberikan kegunaan perlindungan pajak. Sehingga, pemakaian hutang akan menjadikan meningkatnya porsi laba operasi perusahaan (EBIT) yang mengalir pada investor.

Teori *trade-off* mengambil pandangan bahwa keputusan struktur modal didorong oleh penyeimbangan manfaat dan biaya hutang. Dalam perspektif *trade-off* klasik, perusahaan mempertimbangkan manfaat pajak dari hutang dan biaya kebangkrutan (Bradley *et al.*, 1984; Kraus & Litzenberger, 1973). Biaya hutang juga mungkin disebabkan oleh investasi spesifik perusahaan yang tidak mencukupi jika pemangku kepentingan non finansial takut kehilangan investasi karena terganggunya bisnis normal (Berk *et al.*, 2010; Titman, 1984). Teori *trade-off* dinamis yang dianjurkan oleh semakin banyak penelitian mengakui bahwa ketidaksempurnaan pasar modal juga menciptakan biaya untuk menyeimbangkan kembali sumber pembiayaan. Biaya *rebalancing* pada gilirannya menghambat

kecepatan penyesuaian struktur modal terhadap rasio hutang yang optimal (Fischer *et al.*, 1989; Leland, 1998; Strebulaev, 2007).

Teori keuangan menunjukkan bahwa seperangkat peluang pertumbuhan perusahaan merupakan penentu penting struktur modal. Menurut teori *trade-off*, perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang melimpah harus memiliki rasio *leverage* yang lebih rendah karena mereka akan mengalami kerugian yang lebih tinggi dari tekanan finansial. Dari perspektif keagenan, perusahaan dengan pertumbuhan tinggi menghadapi risiko *underinvestment* yang lebih parah (Myers, 1977) dan juga risiko penggantian aset yang lebih tinggi (Jensen & Meckling, 1976). Dalam model yang disajikan oleh Barclay *et al.*, (2006) kapasitas hutang opsi pertumbuhan dapat negatif, menunjukkan bahwa perusahaan dengan ekspektasi pertumbuhan tinggi harus menggunakan porsi pembiayaan ekuitas yang lebih besar. Selanjutnya, hutang sebagai mekanisme untuk memaksa pelepasan arus kas bebas kurang diperlukan, karena menjalankan opsi pertumbuhan membutuhkan dana (Jensen, 1986). Demikian pula, Stulz, (1990) menunjukkan bahwa biaya hutang yang penting adalah risiko kapasitas pendanaan yang tidak mencukupi. Kerangka kerja *pecking order theory* menyiratkan bahwa pertumbuhan perusahaan menggunakan lebih banyak hutang karena mereka membutuhkan lebih banyak modal investasi yang mendorong pendanaan eksternal dan karena opsi pertumbuhan memiliki asimetri informasi yang tinggi.

4) Agency Theory

Agency theory atau teori keagenan dibangun sebagai usaha untuk menyelesaikan memahami dan memecahkan masalah yang timbul jika ada ketidaklengkapan informasi ketika melakukan kontrak (perikatan). Teori keagenan berhubungan dengan menyelesaikan dua masalah yang bisa saja terjadi dalam hubungan keagenan.

Jensen & Meckling, (1976), mendefinisikan teori agensi sebagai pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan perusahaan akan selalu diikuti oleh munculnya biaya akibat tidak adanya keselarasan kepentingan pemilik dan pengelola. Biaya tersebut dinamakan *Agency Cost*. *Agency Theory* memiliki asumsi bahwa masing-masing individu semata-mata termotivasi oleh kepentingan diri sendiri sehingga menimbulkan konflik kepentingan antara *principal* dan

agent. Ichniowski & Shaw, (2003) memandang bahwa manajemen perusahaan sebagai “*agents*” bagi para pemegang saham, akan bertindak dengan penuh kesadaran bagi kepentingannya sendiri. Dari perspektif keagenan, disiplin hutang mendisiplinkan manajer dan meringankan masalah agensi arus kas bebas karena hutang meningkatkan porsi ekuitas yang dipegang oleh manajemen dan harus dibayar secara kontraktual untuk menghindari kebangkrutan (Grossman & Hart, 1982; Jensen, 1986; Jensen & Meckling, 1976). Namun, sambil mengurangi konflik pemegang saham-manajer, utang memperkuat konflik pemegang saham-*debtholder*, yang berpotensi menghasilkan substitusi aset atau investasi kurang (Myers, 1977; Stulz, 1990).

Dalam hal keagenan, semakin banyak profitabilitas menghasilkan arus kas yang lebih tinggi yang harus dicairkan melalui pembayaran hutang (Jensen, 1986; Stulz, 1990), mengindikasikan - seperti pendekatan *trade-off statis* - bahwa perusahaan yang menguntungkan harus menerapkan tingkat hutang yang lebih tinggi. Hasil yang sama mengikuti model informasi asimetris dimana perusahaan menggunakan hutang untuk memberi sinyal kualitasnya kepada investor (Ross, 1977). Namun, dengan menggunakan pendekatan agensi, Chang, (1992) menemukan bahwa profitabilitas dan *leverage* berbanding terbalik. Dalam kerangka pecking order klasik, perusahaan yang lebih menguntungkan memiliki jumlah laba ditahan yang lebih besar dan karenanya memerlukan pembiayaan eksternal yang lebih sedikit, yang menyiratkan rasio leverage rendah (Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984).

5) Modigliani-Miller (MM)

Modigliani & Miller, (1958) mengungkapkan teori yang memiliki pandangan bahwa struktur modal tidak relevan dan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Adapun faktor yang mempengaruhi struktur modal adalah sebagai berikut:

- a) Struktur Aset, adalah perimbangan atau perbandingan antara aset tetap dan total aset. Pengertian lain struktur aset yaitu perbandingan antara jumlah saham yang dimiliki orang dalam dengan jumlah saham yang dimiliki oleh investor.

- b) Modal Kerja, modal kerja atau *working capital* adalah suatu aset lancar yang dipakai dalam operasional perusahaan, yang membutuhkan suatu pengelolaan yang baik dari manajer perusahaan.
- c) Pertumbuhan Aktiva, aktiva adalah harta yang ada pada perusahaan yang memiliki peran dalam operasi perusahaan seperti kas, persediaan, aktiva tetap, aktiva yang tidak berwujud, dan lain sebagainya. Semakin besar aktiva diharapkan semakin besar hasil operasional yang diperoleh oleh perusahaan.
- d) Risiko, risiko bisnis adalah penggambaran ketidakpastian yang dihadapi perusahaan dalam melakukan aktivitas bisnisnya.
- e) Likuiditas, likuiditas menggambarkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya, seperti melunasi hutang yang telah jatuh tempo dalam jangka pendek.
- f) Ukuran Perusahaan, ukuran perusahaan merupakan perusahaan yang memiliki saham yang besar, dan masing-masing penambahan lembar sahamnya hanya mempengaruhi sebagian kecil pada kemungkinan hilang kontrol dari pihak dominan kepada perusahaan yang terkait.
- g) Profitabilitas, profitabilitas merupakan hasil akhir dari beberapa kebijakan dan keputusan yang diambil perusahaan.

B. Teori Kebijakan Dividen

1) Teori *Signaling*

Teori *signaling* (Lintner, 1956) menyatakan bahwa keputusan perusahaan untuk membagikan dividen, merupakan sebuah sinyal bagi perusahaan untuk menunjukkan keoptimisan dan keyakinan mereka kepada investor terhadap prospek perusahaan di masa depan. Pada perkembangannya semakin banyak peneliti yang meragukan asumsi yang dikemukakan oleh teori *signaling* sebagai alasan perusahaan membagikan dividen, seperti Grullon *et al.*, (2002, 2005); dan Benartzi, (1997) yang menemukan bahwa perubahan kenaikan dividen, tidak dapat dipakai untuk memprediksi adanya kemungkinan kenaikan laba perusahaan, atau kenaikan pada kinerja operasi perusahaan, yang jelas hasil penemuan ini membantah asumsi yang dikemukakan oleh teori *signaling*.

Teori ini didasarkan pada premis bahwa manajer dan pemegang saham tidak mempunyai akses informasi perusahaan yang sama. Ada informasi tertentu yang hanya diketahui oleh manajer, sedangkan pemegang saham tidak tahu informasi tersebut. Jadi, ada informasi yang tidak simetri (*asymmetric information*) antara manajer dan pemegang saham (Cornell, 1979). Akibatnya, ketika struktur modal perusahaan mengalami perubahan, hal itu dapat membawa informasi kepada pemegang saham yang akan mengakibatkan nilai perusahaan berubah. Dengan kata lain, terjadi pertanda atau sinyal (*signaling*).

Dividen digunakan untuk mengkomunikasikan profitabilitas perusahaan kepada pemegang saham luar karena investor memiliki informasi asimetris (Bhattacharya, 1979). Teori ini disebut *dividen signaling model*. Teori ini berasumsi bahwa dividen diperlukan untuk memberikan informasi positif dari manajer yang *well informed* ke pemegang saham yang *poorly informed*. Munculnya manajer yang *well informed* dan pemegang saham yang *poorly informed* merupakan fenomena pasar modal modern yang ditengarai dengan adanya *asymmetric information*. Pembayaran dividen merupakan sesuatu yang memberatkan perusahaan karena akan mengurangi jumlah dana yang tersedia untuk investasi. Disisi lain, pembayaran dividen juga merugikan pemegang saham karena mereka harus membayar pajak atas dividen yang diterima tersebut. Ini berarti bahwa hanya perusahaan yang benar-benar menguntungkan yang berani membayarkan dividen karena perusahaan tersebut mampu menanggung biaya atas berkurangnya dana untuk investasi. Perusahaan yang lemah tidak akan mampu untuk meniru dengan membayar dividen seperti yang dilakukan oleh perusahaan yang benar-benar menguntungkan. Akibatnya akan muncul suatu ekuilibrium yang terpisah (*separating equilibrium*) antara perusahaan yang benar-benar menguntungkan (yaitu yang membayarkan dividen) dan perusahaan yang kurang menguntungkan (yaitu yang tidak mampu membayarkan/mempertahankan dividen). Berdasarkan penjelasan tersebut, dapat disimpulkan bahwa teori *dividen signaling model* menyatakan bahwa dividen akan mengurangi ketimpangan informasi (*asymmetric of information*) antara manajemen dan pemegang saham dengan menyiratkan informasi privat tentang prospek masa depan perusahaan (Bhattacharya, 1979).

Stephen A. Ross pada tahun 1977, menyatakan bahwa ketika perusahaan menerbitkan hutang baru, menjadi tanda atau sinyal bagi pemegang saham dan investor potensial tentang prospek perusahaan di masa mendatang mengalami peningkatan. Dasar pertimbangannya adalah: penambahan hutang berarti keterbatasan arus kas dan biaya-biaya beban keuangan juga meningkat, dan manajer hanya akan menerbitkan hutang baru yang lebih banyak bila mereka yakin perusahaan kelak dapat memenuhi kewajibannya.

Teori *signalling* dikembangkan dalam ilmu ekonomi dan keuangan untuk memperhitungkan kenyataan bahwa orang dalam (*insider*) perusahaan pada umumnya memiliki informasi yang lebih baik dan lebih cepat berkaitan dengan kondisi mutakhir dan prospek perusahaan dibandingkan dengan investor luar. Menurut teori ini ada asimetri informasi antara manajer dengan pihak luar. Manajer mempunyai informasi yang lebih lengkap mengenai kondisi perusahaan dibandingkan pihak luar. Jika manajer memiliki keyakinan bahwa prospek perusahaan baik dan ingin harga saham meningkat, maka manajer tersebut tentunya ingin mengomunikasikan hal tersebut kepada para investor. Manajer dapat menggunakan hutang yang lebih banyak, yang nantinya berperan sebagai sinyal yang terpercaya. Hal ini karena perusahaan yang meningkatkan hutang bisa dipandang sebagai perusahaan yang memiliki prospek di masa yang akan datang. Investor diharapkan akan menangkap sinyal tersebut, sinyal yang mengindikasikan bahwa perusahaan mempunyai prospek yang prospektif di masa depan. Dari penjelasan diatas kita dapat menyimpulkan bahwa hutang merupakan tanda atau sinyal positif dari perusahaan.

Miller & Modigliani, (1961), mengatakan bahwa kenaikan dividen juga merupakan suatu "*signal* (tanda)" kepada para investor bahwa manajemen perusahaan meramalkan suatu penghasilan yang baik di masa mendatang. Kebijakan dividen yang tepat akan memberikan sinyal positif kepada para pemegang saham mengenai tingkat *return* saham tertentu. Sebaliknya suatu penurunan dividen atau kenaikan dividen yang dibawah normal (biasanya) diyakini investor sebagai pertanda (*signal*) bahwa perusahaan menghadapi masa sulit di waktu mendatang. Penurunan ini menjadi tanda bahwa *return* saham pada perusahaan tersebut juga akan mengalami penurunan dari tahun sebelumnya.

Shefrin & Statman, (1984), sebagai pelopor penelitian yang memanfaatkan perilaku keuangan di seputar dividen, mengembangkan kerangka kerja yang menjelaskan mengapa investor menunjukkan preferensi untuk dividen, berdasarkan teori pengendalian diri yang dikembangkan oleh Thaler & Shefrin, (1981) dan teori prospek yang dikembangkan oleh Kahneman & Tversky, (1979), baru-baru ini, Baker & Wurgler, (2004a) mengembangkan "teori catering" untuk dividen, dimana sentimen investor mendorong keputusan dividen. Baker *et al.*, (2012) mengembangkan sebuah model dengan dasar perilaku untuk keputusan dividen berdasarkan penilaian pemegang saham dividen saat ini terhadap titik acuan yang berasal dari dividen masa lalu.

Deshmukh *et al.*, (2013), mengembangkan model interaksi dinamis antara perilaku *overconfident CEO* dan kebijakan dividen. Model mereka memprediksi bahwa (a) CEO yang terlalu percaya diri membayar tingkat dividen yang lebih rendah dibandingkan CEO rasional, (b) perbedaan dalam pembayaran dividen antara perusahaan dengan pertumbuhan tinggi dan rendah lebih kecil di perusahaan yang dikelola oleh CEO yang terlalu percaya diri, dan (c) respon harga saham terhadap pengumuman perubahan dividen adalah meningkatnya fungsi ketidakpastian tentang CEO yang terlalu percaya diri. Sesuai dengan prediksi mereka, secara empiris mereka mendapati bahwa tingkat pembayaran dividen lebih rendah pada perusahaan yang dikelola oleh CEO yang terlalu percaya diri, dan perbedaan dalam pembayaran dividen antara perusahaan dengan pertumbuhan tinggi dan pertumbuhan yang lebih rendah lebih kecil untuk perusahaan dengan CEO yang terlalu percaya diri.

Dampak dari *overconfident* manajerial pada penentuan dividen dalam kerangka pemodelan yang melibatkan interaksi manajerial dan investor menunjukkan, bahwa tingkat pembayaran dividen bisa lebih tinggi bila para manajer merasa terlalu percaya diri dan bahwa kecepatan penyesuaian terhadap tingkat dividen akan lebih cepat dalam skenario tersebut dibandingkan dengan setting pasar dimana para manajer tidak tunduk pada bias kognitif. Namun, efek resultan dari kepercayaan manajerial atas pembayaran dividen akan tergantung pada jenis *overconfident* manajerial dan artikulasinya dengan bias dalam perkiraan dan harapan investor (Balachandran & Nguyen, 2018).

2) ***Teori bird-in-the-hand***

Model keuangan klasik menyatakan kebijakan dividen dimulai dari *theory bird-in-the-hand*. *Theory bird-in-the-hand* menunjukkan bahwa investor menilai dividen lebih dari pada laba ditahan (Gordon, 1959; Lintner, 1956). *Theory Bird In the Hand* menjelaskan bahwa pemegang saham lebih memilih perusahaan yang membayar dividen tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang membayar dividen dalam jangka waktu yang panjang. Hal ini karena perusahaan yang membayar dividen tinggi dianggap memiliki resiko yang lebih kecil dan aman. Maka, dengan pemberian dividen yang tinggi, nilai perusahaan akan semakin tinggi. Jika nilai perusahaan naik, harga saham perusahaan tersebut pun akan ikut naik (Gordon, 1959; Lintner, 1956).

3) ***Tax Preference***

Teori preferensi pajak (*tax preference*) menyatakan bahwa investor atau pemegang saham lebih menyukai perusahaan yang membagikan dividen rendah, karena jika dividen yang dibayarkan tinggi, maka beban pajak yang harus ditanggung oleh investor atau pemegang saham juga akan tinggi (Gruber, 1970; Miller & Scholes, 1982).

4) ***Irrelevant Theory***

Teori selanjutnya yang menjelaskan mengenai kebijakan dividen adalah teori biaya agensi. Argumen "*irrelevant theory*" Miller & Modigliani, (1961) mengasumsikan tidak ada biaya perantara atau biaya transaksi, tetapi pada kenyataannya ada biaya pengawasan. Easterbrook, (1984) memperkenalkan teori agensi tentang dividen yang mengusulkan hubungan terbalik antara dividen dan biaya agensi. Model ini berasumsi bahwa pembayaran dividen didorong oleh upaya untuk mengurangi masalah agensi yang muncul karena di perusahaan ada pemisahan antara pemilik dan manajer. La Porta *et al.*, (2000) menggunakan dua model agensi alternatif: "*outcome*" dan "*substitute*" model dividen. Dividen dianggap sebagai hasil dari perlindungan hukum yang efektif (tata kelola perusahaan). Dividen dianggap sebagai pengganti tata kelola perusahaan.

Menurut *dividend irrelevance theory* kebijakan dividen tidak mempengaruhi harga pasar saham perusahaan atau nilai perusahaan. Teori ketidakrelevanan dividen mengungkapkan jika perusahaan mempunyai nilai semata-mata

ditentukan oleh laba dan resiko bisnisnya bukan karena dividen yang diberikan. Dalam dunia tanpa pajak, dan tidak diperhitungkan biaya transaksi serta dalam kondisi pasar yang sempurna, maka kebijakan dividen tidak akan memberikan pengaruh apapun terhadap harga pasar saham perusahaan atau nilai perusahaan (Miller & Modigliani, 1961).

5) *Free Cash Flow (FCF)*

Pada tahun 1986, Jensen mengidentifikasi arus kas bebas (FCF) sebagai kelebihan arus kas yang dimiliki seorang manajer, dan menjelaskan pencairan dividen dengan mengorbankan investasi dalam proyek-proyek dengan *net present value* negatif sebagai cara untuk mengurangi konflik keagenan dan mengurangi biaya agensi, teori ini disebut sebagai teori arus kas bebas. Shleifer & Vishny, (1997) berpendapat bahwa pemegang saham besar ingin mengekstraksi manfaat kontrol pribadi. Dividen dianggap sebagai keuntungan yang diharapkan untuk semua pemegang saham. Ketika suatu perusahaan membutuhkan investasi, perusahaan awalnya menggunakan laba ditahan, kemudian menggunakan utang yang aman atau berisiko dan akhirnya dengan menggunakan ekuitas. Ini disebut sebagai teori *pecking order* (Myers, 1984). Meskipun hipotesis *pecking order* tidak memiliki implikasi langsung untuk pembayaran dividen. Dividen dianggap relevan ketika dividen dan investasi harus direkonsiliasi (Fama, 2001).

2.1.5 Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan adalah persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan yang sering dikaitkan dengan harga saham. Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan juga tinggi, dan meningkatkan kepercayaan pasar tidak hanya terhadap kinerja perusahaan saat ini namun juga pada prospek perusahaan di masa mendatang. Memaksimalkan nilai perusahaan sangat penting artinya bagi suatu perusahaan, karena dengan memaksimalkan nilai perusahaan berarti juga memaksimalkan tujuan utama perusahaan. Meningkatnya nilai perusahaan adalah sebuah prestasi yang sesuai dengan keinginan para pemiliknya, karena dengan meningkatnya nilai perusahaan, maka kesejahteraan para pemilik juga akan meningkat.

Love & Klapper, (2002) mengungkapkan bahwa nilai perusahaan merupakan nilai sekarang (*present value*) dari *free cash flow* di masa mendatang pada tingkat diskonto sesuai rata-rata tertimbang biaya modal. *Free cash flow* merupakan *cash flow* yang tersedia bagi investor (kreditur dan pemilik) setelah memperhitungkan seluruh pengeluaran untuk operasional perusahaan dan pengeluaran untuk investasi serta aset lancar bersih. Nilai perusahaan adalah nilai aktual per lembar saham yang akan diterima apabila aset perusahaan dijual sesuai harga saham.

1. Jenis-jenis nilai perusahaan

Nilai perusahaan merupakan salah satu tujuan perusahaan jangka Panjang. Nilai perusahaan merupakan konsep yang penting bagi investor dalam mengambil keputusan investasi, karena nilai perusahaan merupakan indikator penilaian pasar secara keseluruhan. Menurut Love & Klapper, (2002) investor membutuhkan informasi perusahaan, baik finansial maupun non finansial sebagai dasar pengambilan keputusan investasi dan alat untuk menilai kemampuan manajemen dalam mengelola suatu perusahaan. Sedangkan nilai perusahaan dapat tercermin dari harga saham. Terdapat lima jenis nilai perusahaan berdasarkan metode perhitungan yang digunakan, yaitu:

- 1) **Nilai nominal.** Nilai nominal adalah nilai yang tercantum secara formal dalam anggaran dasar perseroan, disebutkan secara eksplisit dalam neraca perusahaan, dan juga ditulis secara jelas dalam surat saham kolektif.
- 2) **Nilai pasar.** Nilai pasar sering disebut kurs adalah harga yang terjadi dari proses tawar menawar di pasar saham. Nilai ini hanya bisa ditentukan jika saham perusahaan dijual di pasar saham.
- 3) **Nilai intrinsik.** Nilai intrinsik merupakan konsep yang paling abstrak, karena mengacu kepada perkiraan nilai riil suatu perusahaan. Nilai perusahaan dalam konsep nilai intrinsik ini bukan sekedar harga dari sekumpulan aset, melainkan nilai perusahaan sebagai entitas bisnis yang memiliki kemampuan menghasilkan keuntungan di kemudian hari.
- 4) **Nilai buku.** Nilai buku adalah nilai perusahaan yang dihitung dengan dasar konsep akuntansi. Secara sederhana dihitung dengan membagi selisih antar total aset dan total utang dengan jumlah saham yang beredar.

5) **Nilai likuidasi.** Nilai likuidasi adalah nilai jual seluruh aset perusahaan setelah dikurangi semua kewajiban yang harus dipenuhi. Nilai likuidasi dapat dihitung dengan cara yang sama dengan menghitung nilai buku, yaitu berdasarkan neraca performa yang disiapkan ketika suatu perusahaan akan dilikuidasi.

2. Pengukuran nilai perusahaan

Nilai perusahaan dapat diukur dengan menggunakan harga saham menggunakan rasio yang disebut rasio penilaian. Menurut Love & Klapper, (2002), nilai perusahaan merupakan penilaian harga perusahaan yang bersedia dibayar investor. Rasio penilaian adalah suatu rasio yang terkait dengan penilaian kinerja saham perusahaan yang telah diperdagangkan di pasar modal (*go public*). Rasio penilaian memberikan informasi seberapa besar masyarakat menghargai perusahaan, sehingga masyarakat tertarik untuk membeli saham dengan harga yang lebih tinggi dibanding nilai bukunya. Berikut ini beberapa metode yang sering digunakan untuk mengukur nilai perusahaan berdasarkan dari referensi penelitian terdahulu.

a. *Price earning ratio*

Price earning ratio (PER) menunjukkan berapa banyak jumlah uang yang rela dikeluarkan oleh para investor untuk membayar setiap dolar laba yang dilaporkan. Rasio ini digunakan untuk mengukur seberapa besar perbandingan antara harga saham perusahaan dengan keuntungan yang diperoleh oleh para pemegang saham. Kegunaan *price earning ratio* adalah untuk melihat bagaimana pasar menghargai kinerja perusahaan yang dicerminkan oleh *earning per share* nya. *Price earning ratio* menunjukkan hubungan antara pasar saham biasa dengan *earning per share*. *Price earning ratio* (PER) berfungsi untuk mengukur perubahan kemampuan laba yang diharapkan di masa yang akan datang. Semakin besar PER, maka semakin besar pula kemungkinan perusahaan untuk tumbuh sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. PER adalah merupakan rasio yang dapat menjelaskan nilai perusahaan menurut Kodongo *et al.*, (2015); Antwi *et al.*, (2012); dan Wu & Liu, (2011). Adapun rumus yang digunakan untuk mengukur *Price earning ratio* (PER) adalah sebagai berikut:

$$\text{PER} = \frac{\text{Market price per share}}{\text{Earning per share}}$$

b. Book Value

Nilai perusahaan dapat menggambarkan keadaan suatu perusahaan. Nilai perusahaan dapat dilihat dari nilai buku. Nilai buku merupakan nilai aktiva dari neraca dikurangi kewajiban yang ada atau modal pemilik. Nilai buku tidak menghitung nilai pasar dari suatu perusahaan secara keseluruhan karena menghitung nilai buku berdasarkan pada historis aktiva perusahaan. *Book value* juga dapat diartikan sebagai Nilai Aktiva Bersih (NAB) dari perusahaan, dihitung sebagai total aset dikurangi aset tidak berwujud (*patent, goodwill*) dan kewajiban. Dalam konteks analisis fundamental saham, *book value* adalah selisih antara jumlah aset perusahaan dikurangi dengan berbagai liabilitas/hutangnya. BV merupakan rasio yang dapat menjelaskan nilai perusahaan (Chowdhury & Chowdhury, 2010; Budagaga, 2017; Foroghi & Moazeni, 2018). Adapun rumus yang digunakan untuk mengukur *Book Value* adalah sebagai berikut:

$$\text{BV} = \text{Total Aset} - \text{Total Hutang}$$

c. Market Value of Equity (MVE)

Market Value of Equity (MVE) yaitu nilai pasar ekuitas perusahaan menurut penilaian para pelaku pasar. Nilai pasar ekuitas adalah jumlah ekuitas (saham beredar) dikali dengan harga per lembar ekuitas. Dengan kata lain, MVE adalah nilai perusahaan berdasarkan pasar saham atau kapitalisasi pasar. Semakin tinggi nilai MVE, maka perusahaan semakin baik karena dinilai tinggi oleh investor. MVE adalah merupakan rasio yang dapat menjelaskan nilai perusahaan (Fairchild, 2009; Chowdhury & Chowdhury, 2010; Loncan & Caldeira, 2014; Giang & Tuan, 2016; Aggarwal & Padhan, 2017; Budagaga, 2017; Nwamaka & Ezeabasili, 2017; Shah *et al.*, 2018; Drobetz & Momtaz, 2020). Adapun rumus

yang digunakan untuk mengukur *Market Value of Equity* (MVE) adalah sebagai berikut:

$$\text{MVE} = \text{Jumlah saham beredar} \times \text{harga saham}$$

d. Price book value

Price to book value (PBV) merupakan cara pandang investor terhadap prospek masa depan perusahaan, walaupun PBV merupakan perspektif investor, namun masih banyak perusahaan bermodal besar yang memiliki nilai PBV yang sangat berbeda, meskipun kapitalisasi besar. Perseroan belum mampu meningkatkan persepsi investor terhadap prospek masa depan perusahaannya hanya dengan memiliki modal yang besar. Perusahaan harus dapat memaksimalkan seluruh sumber dayanya agar dapat bersaing secara sehat dengan perusahaan lain, sehingga dapat menghasilkan keunggulan kompetitif yang dapat dihasilkan melalui pengelolaan modal intelektual. *Price to Book Value* (PBV) adalah rasio yang menunjukkan apakah harga saham yang diperdagangkan *overvalued* (di atas) atau *undervalued* (di bawah) nilai buku saham tersebut. *Price to Book Value* (PBV) menggambarkan seberapa besar pasar menghargai nilai buku saham suatu perusahaan. Makin tinggi rasio ini, berarti pasar percaya akan prospek perusahaan tersebut. PBV juga menunjukkan seberapa jauh suatu perusahaan mampu menciptakan nilai perusahaan yang relatif terhadap jumlah modal yang diinvestasikan. Untuk perusahaan-perusahaan yang berjalan dengan baik, umumnya rasio ini mencapai di atas satu, yang menunjukkan bahwa nilai pasar saham lebih besar dari nilai bukunya. Semakin besar rasio PBV semakin tinggi perusahaan dinilai oleh para pemodal relatif dibandingkan dengan dana yang telah ditanamkan di perusahaan. PBV merupakan rasio yang dapat menjelaskan nilai perusahaan (Wu & Liu, 2011; Antwi *et al.*, 2012; Aggarwal & Padhan, 2017). Adapun rumus yang digunakan untuk mengukur *Price to Book Value* (PBV) adalah sebagai berikut:

$$\text{PBV} = \frac{\text{Market Price per Share}}{\text{Book Value per Share}}$$

e. Tobin's Q

Brainard & Tobin, (1968); Tobin, (1969); Endri & Fathony, (2020) berhipotesis bahwa nilai pasar gabungan dari semua perusahaan di pasar saham harus sama dengan biaya penggantian. James Tobin memperkenalkan Q Ratio sebagai rasio untuk menghitung nilai perusahaan. Rasio Q dihitung sebagai nilai pasar perusahaan dibagi biaya penggantian. Endri & Fathony, (2020) mengungkapkan bahwa perusahaan didirikan dengan tujuan untuk mensejahterakan pemilik perusahaan atau pemegang saham, tujuan ini dapat diwujudkan dengan cara memaksimalkan nilai perusahaan dengan asumsi pemilik perusahaan atau pemegang saham akan sejahtera jika kekayaannya bertambah. Peningkatan kekayaan dapat dilihat dari kenaikan harga saham yang juga berarti nilai perusahaan semakin meningkat. Tobin's Q dihitung dengan membandingkan rasio nilai pasar saham perusahaan dengan nilai buku ekuitas perusahaan. Rasio Q lebih unggul daripada rasio nilai pasar terhadap nilai buku karena rasio ini fokus pada berapa nilai perusahaan saat ini secara relatif terhadap berapa biaya yang dibutuhkan untuk menggantinya saat ini. Tobin's Q merupakan rasio yang dapat menjelaskan nilai perusahaan (Slothouber, 2010; Del Brio *et al.*, 2003; Kodongo *et al.*, 2015; Kasiani *et al.*, 2015; Dashtbayaz & Mohammadi, 2016a; Anton, 2016; Rehman, 2016; Ochieng, 2016; Kang *et al.*, 2017; Velde, 2017; Shah *et al.*, 2018). Adapun rumus Tobin's Q adalah sebagai berikut:

$$Q = \frac{(EMV + D)}{(EBV + D)}$$

Keterangan:

Q = nilai perusahaan

EMV = nilai pasar ekuitas

EBV = nilai buku dari total aktiva

D = nilai buku dari total hutang

EMV diperoleh dari hasil perkalian harga saham penutupan pada akhir tahun (*closing price*) dengan jumlah saham yang beredar pada akhir tahun sedangkan, EBV diperoleh dari selisih total asset perusahaan dengan total kewajibannya.

2.1.6 Struktur Modal

Modal adalah hak atau bagian yang dimiliki oleh pemilik perusahaan dalam pos modal (modal saham), keuntungan atau laba yang ditahan atau kelebihan aktiva yang dimiliki perusahaan terhadap seluruh utangnya (Modigliani & Miller, 1958). Modal pada dasarnya terbagi atas dua bagian yaitu modal Aktif (Debet) dan modal Pasif (Kredit). Struktur Modal adalah perimbangan atau perbandingan antara modal asing dan modal sendiri. Modal asing diartikan dalam hal ini adalah hutang baik jangka panjang maupun dalam jangka pendek. Sedangkan modal sendiri bisa terbagi atas laba ditahan dan bisa juga dengan penyertaan kepemilikan perusahaan.

A. Struktur Modal Sasaran

Struktur modal sasaran adalah kombinasi antara utang saham preferen, dan saham ekuitas yang digunakan perusahaan untuk merencanakan mendapatkan modal. Kebijakan struktur modal melibatkan adanya suatu pertukaran antara risiko dan pengembalian. Risiko yang lebih tinggi cenderung akan menurunkan harga saham, tetapi ekspektasi tingkat pengembalian yang lebih tinggi akan menaikannya. Karena itu, struktur modal yang optimal harus mencapai suatu keseimbangan antara risiko dan pengembalian sehingga dapat memaksimalkan harga saham perusahaan.

Empat faktor utama yang mempengaruhi struktur modal yaitu: risiko bisnis, posisi perpajakan, fleksibilitas keuangan, konservatisme atau keagresifan manajemen. Struktur modal yang optimal adalah struktur yang memaksimalkan

harga dari perusahaan dan ini biasanya meminta rasio hutang yang lebih rendah daripada rasio yang memaksimalkan EPS yang diharapkan.

B. Pengukuran Struktur Modal

Ada beberapa rasio yang digunakan untuk mengukur struktur modal yang dapat menunjukkan tingkat risiko suatu perusahaan yang nantinya akan mempengaruhi pertimbangan para investor mengenai kondisi perusahaan diantaranya yaitu:

1. *Debt to Equity Ratio (DER)*

Rajan & Zingales, (1995) menyatakan bahwa struktur modal dapat diukur dengan menggunakan rasio total hutang terhadap total aset dan rasio total kewajiban terhadap total aset. Penelitian ini menggunakan indikator DER untuk mengukur *leverage* (Frank & Goyal, 2009; Khémiri & Noubbigh, 2018; Köksal & Orman, 2015). DER merupakan rasio yang dapat menjelaskan keputusan struktur modal (Rihab & Lotfi, 2016; Rehman, 2016; Fedyk, 2014; Diba, 2012; Antwi *et al.*, 2012; Chowdhury & Chowdhury, 2010; Fairchild, 2009; Barros & Silveira, 2007; Ben-David *et al.*, 2007; Oliver, 2005). *Debt to Equity Ratio (DER)* adalah variabel yang mendefinisikan seberapa banyak proporsi dari modal perusahaan yang sumber pendanaannya berasal dari pinjaman atau kredit. Rasio ini berguna untuk mengetahui jumlah dana yang disediakan peminjam (kreditor) dengan pemilik perusahaan. Rasio ini juga berfungsi untuk mengetahui setiap rupiah modal sendiri yang dijadikan untuk jaminan hutang. *Debt to Equity Ratio (DER)* merupakan perbandingan antara total hutang dengan modal sendiri. *Debt to equity ratio* sebagai ukuran yang dipakai dalam menganalisis laporan keuangan untuk memperlihatkan besarnya jaminan yang tersedia untuk kreditor. Investor tidak hanya berorientasi terhadap laba, namun memperhitungkan tingkat risiko yang dimiliki oleh perusahaan, apabila investor memutuskan menginvestasikan modal yang dimilikinya di perusahaan tersebut. Tingkat risiko perusahaan dapat tercermin dari *Debt to Equity Ratio* yang menunjukkan seberapa besar modal sendiri yang dimiliki oleh perusahaan dalam memenuhi kewajiban-kewajiban perusahaan. Kewajiban berupa hutang jangka panjang dan hutang jangka pendek. Semakin tinggi tingkat hutang yang dimiliki perusahaan, maka semakin berisiko perusahaan tersebut, sebaliknya semakin rendah tingkat pengembalian hutangnya

maka risiko perusahaan juga semakin rendah. *Debt to Equity Ratio* yang baik adalah 1:1, besarnya hutang tidak melebihi besaran modal sendiri yang ada. Dan itu sangat aman apabila suatu saat perusahaan gagal bayar utang dari pendapatan yang dicapai maka modal dapat menutupinya.

$$DER = \frac{Debt\ Total}{Equity\ Total}$$

2. *Debt to Asset Ratio (DAR)*

Rasio ini mengukur seberapa besar aktiva perusahaan yang dibiayai oleh kreditur. Investor tidak hanya berharap laba, namun memperhitungkan tingkat pendapatan yang akan diterima perusahaan. *Debt to Asset Ratio (DAR)* adalah rasio hutang yang digunakan untuk mengukur perbandingan antara total hutang dengan total aktiva. Semakin tinggi rasio ini berarti semakin besar jumlah modal pinjaman yang digunakan untuk investasi pada aktiva guna menghasilkan keuntungan bagi perusahaan. DAR dapat digunakan para calon investor sebagai dasar untuk menanamkan investasinya ke dalam perusahaan karena menggambarkan total aset yang dapat menggambarkan tingkat pengembalian yang akan diterima perusahaan. Sehingga perusahaan perlu dipahami pada titik mana yang dianggap aman untuk peminjaman. DAR merupakan rasio yang dapat menjelaskan keputusan struktur modal (Oliver, 2005; Barros & Silveira, 2007; Ben-David *et al.*, 2007; Chowdhury & Chowdhury, 2010; Antwi *et al.*, 2012; Diba, 2012; Fedyk, 2014; Rihab & Lotfi, 2016). Titik aman hutang adalah jika hutang tersebut maksimal adalah 40% dari jumlah nilai asset.

$$DAR = \frac{Debt\ Total}{Asset\ Total}$$

3. *Long term Debt to Equity Ratio (LDER)*

Rasio ini mengukur besar kecilnya penggunaan hutang jangka panjang dibandingkan dengan modal sendiri perusahaan. Tujuannya adalah untuk mengukur berapa bagian dari setiap rupiah modal sendiri yang dijadikan jaminan

hutang jangka panjang dengan cara membandingkan antara hutang jangka panjang dengan modal sendiri yang disediakan oleh perusahaan. Selain *Long term Debt to Equity Ratio* (LDER), pada penelitian ini menggunakan perhitungan *Debt to Equity Ratio* (DER) yang berfokus pada total hutang perusahaan. Jika total hutang tinggi maka diperlukan untuk memperhitungkan *Long term Debt to Equity Ratio* (LDER). LDER merupakan rasio yang mampu menjelaskan keputusan struktur modal (Tomak, 2013; Loncan & Caldeira, 2014; Kodongo *et al.*, 2015; Purhanudin, 2015; Huang *et al.*, 2016; Aggarwal & Padhan, 2017). Rumus LDER adalah sebagai berikut:

$$LDER = \frac{\text{Hutang Jangka Panjang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

4. *Long term Debt to Asset Ratio* (LDAR)

Ratio ini membandingkan hutang jangka panjang perusahaan (*long term debt*) dengan total aktiva (*total asset*). Ratio yang menggambarkan berapa proporsi hutang jangka panjang yang digunakan perusahaan untuk membiayai aktivitya untuk menunjukkan investasi-investasi aktiva atau aset perusahaan. LDAR merupakan rasio yang mampu menjelaskan keputusan struktur modal (Loncan & Caldeira, 2014; Kodongo *et al.*, 2015; Aggarwal & Padhan, 2017). Berikut rumus dari LDAR yang digunakan:

$$LDAR = \frac{\text{Hutang Jangka Panjang}}{\text{Total Aset}}$$

2.1.7 Dividen

Dividen merupakan pembagian keuntungan yang diberikan perusahaan kepada pemegang saham, dan berasal dari keuntungan atau laba yang dihasilkan oleh perusahaan. Dividen diberikan setelah mendapatkan persetujuan dari pemegang saham dalam RUPS. Seorang pemodal jika ingin mendapatkan dividen, maka pemodal tersebut harus memegang saham dalam kurun waktu yang relative lama yaitu hingga kepemilikan saham tersebut berada dalam periode dimana

diakui sebagai pemegang saham yang berhak mendapatkan dividen. Dividen yang dibagikan perusahaan dapat berupa dividen tunai, artinya kepada setiap pemegang saham diberikan dividen berupa uang tunai dalam jumlah rupiah tertentu untuk setiap saham atau dapat pula berupa dividen saham yang berarti kepada setiap pemegang saham yang dimiliki seorang pemodal akan bertambah dengan adanya pembagian dividen saham tersebut.

A. Jenis-jenis Dividen

Terdapat beberapa jenis dividen yang dapat dibayarkan kepada pemegang saham, yaitu:

- 1) Dividen tunai, ini merupakan cara pembayaran dividen yang dilakukan oleh perusahaan secara tunai. Terkadang perusahaan membayarkan dividen tunai ini sebanyak 2 hingga 4 kali dalam satu tahun. Dana dari pembayaran dividen tunai ini diambilkan dari laba ditahan yang dimiliki oleh perusahaan, sehingga secara otomatis laba ditahan dan kas perusahaan akan berkurang.
- 2) Dividen properti, ini merupakan pembayaran dividen melalui asset/aktiva selain kas. Ini dilakukan oleh perusahaan karena perusahaan terkadang mengalami kekurangan kas untuk membayar dividen tunai. Metode ini jarang dilakukan karena selain rumit, cara ini juga tidak begitu disukai oleh pemegang saham.
- 3) Dividen skrip, pembayaran dividen dengan metode ini dilakukan melalui surat janji hutang oleh perusahaan kepada pemegang saham. Perusahaan melalui surat tersebut menyatakan bahwa di waktu yang akan datang akan membayar dividen dengan jumlah tertentu kepada para pemegang saham. Dengan dikeluarkannya dividen skrip ini, secara otomatis perusahaan mengakui adanya hutang baru, dan hutang ini juga perlu dicatat di neraca serta dikenai bunga.
- 4) Dividen likuidasi, sesuai dengan namanya, likuidasi merupakan bentuk pembubaran/kebangkrutan perusahaan, sehingga jika ada perusahaan yang melakukan pembayaran dividen likuidasi, sebenarnya itu hanyalah pengembalian modal yang dilakukan oleh perusahaan kepada pemegang saham. Jika pembayaran dividen ini dilakukan karena perusahaan

mengalami kebangkrutan, maka pembagian ini tidak mencerminkan kinerja perusahaan yang baik, pembayaran inipun dilakukan jika perusahaan masih memiliki kekayaan (sisa kekayaan setelah digunakan untuk membayar hutang-hutangnya), jika tidak ada sisa maka pemegang saham tidak akan mendapatkan apapun alias zonk.

- 5) Dividen saham, dividen juga dapat dibagikan dalam bentuk saham. Jika perusahaan membagikan dividen jenis ini, maka jumlah saham yang dimiliki pemilik akan bertambah. Pembagian dividen saham ini tidak mengubah kapitalisasi pasar karena cara pembagiannya mirip seperti stock split dimana pembayaran dividen saham dilakukan dengan cara menambah jumlah saham sambil mengurangi nilai dari tiap-tiap saham.

B. Pengukuran Dividen

1) *Dividend Payout Ratio* (DPR)

Dividend Payout Ratio (DPR) adalah rasio seberapa banyak laba perusahaan yang dibagi menjadi dividen kepada pemegang saham. *Payout ratio* merupakan dividen kas dibagi laba bersih. Rasio ini menggambarkan persentase dividen kas yang diterima oleh pemegang saham terhadap laba bersih yang diperoleh perusahaan. Rasio ini memberikan gambaran yang lebih baik terhadap keuntungan yang diperoleh pemegang saham dibandingkan dengan keuntungan yang diperoleh perusahaan. Semakin tinggi rasio akan semakin menguntungkan bagi pemegang saham karena semakin besar tingkat kembalian atas saham yang dimiliki. Dividen dapat digunakan sebagai imbalan bagi investor atau untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Kebijakan dividen adalah salah satu keputusan manajerial yang paling penting dan telah diperiksa secara ekstensif dalam literatur keuangan. Menurut teori pensinyalan dividen, pembayaran dividen bisa jadi dianggap oleh pasar sebagai sinyal positif dari kinerja masa depan perusahaan (Hasnawati, 2017; Charitou *et al.*, 2011; Rock & Miller, 1985; Skinner & Soltes, 2011; Bhattacharya, 1979). DPR merupakan rasio yang dapat menjelaskan kebijakan dividen (Ben-David *et al.*, 2007b; Anton, 2016; Ochieng, 2016; Giang & Tuan, 2016; Budagaga, 2017). Berikut rumus dari DPR yang digunakan pada penelitian ini:

$$DPR = \frac{\text{Dividen Perlembar Saham}}{\text{Laba Per lembar saham}} \times 100\%$$

2) *Dividend Per Share (DPS)*

Dividend Per Share (DPS) adalah dividen per lembar saham. Angka ini didapat dari pembagian dividen perusahaan dengan jumlah total lembar saham. Odeleye, (2018); dan Short *et al.*, (2002) menyatakan bahwa dividen per lembar saham (DPS) adalah besarnya pembagian dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham setelah dibandingkan dengan rata-rata tertimbang saham biasa yang beredar. Pembagian *Dividend Per Share* akan mengurangi laba ditahan dan kas yang tersedia bagi perusahaan, akan tetapi tujuan utama dari suatu bisnis (perusahaan) adalah distribusi keuntungan kepada para pemegang saham. DPS merupakan rasio yang mampu menjelaskan kebijakan dividen (Ben-David *et al.*, 2007b; S. Chen, Zheng, *et al.*, 2011; Giang & Tuan, 2016; Budagaga, 2017; Nwamaka & Ezeabasili, 2017). Berikut rumus dari DPS yang digunakan pada penelitian ini:

$$DPS = \frac{\text{Total Dividen yang dibagikan}}{\text{Jumlah Lembar saham yang beredar}} \times 100\%$$

3) *Dividend to Aset (DTA)*

Tran, (2021) mengungkapkan bahwa kebijakan dividen dapat diukur dengan *Dividen to asset (DTA)*. *Dividend to asset* adalah adalah perbandingan seberapa besar dividen yang dibagi perusahaan terhadap aset perusahaan. DTA adalah rasio yang mampu menjelaskan kebijakan dividen menurut (Chen, Sun, *et al.*, 2011; Cordeiro, 2011; Rehman, 2016; Budagaga, 2017; Nwamaka & Ezeabasili, 2017). Berikut ini rumus untuk menghitung *Dividend to asset*:

$$DTA = \frac{\text{Total Dividen yang dibagikan}}{\text{Jumlah Aset}} \times 100\%$$

4) Dividend Yield

Dividend yield adalah perbandingan seberapa besar dividen yang dibagi perusahaan terhadap harga pasar saham yang sedang beredar, yaitu suatu rasio yang menghubungkan dividen yang dibayar dengan harga saham biasa. *Dividend Yield* menyediakan suatu ukuran komponen pengembalian total yang dihasilkan dividen, dengan menambahkan apresiasi harga yang ada. Beberapa investor menggunakan *dividend yield* sebagai suatu ukuran risiko dan sebagai suatu penyaring investasi, yaitu mereka akan berusaha menginvestasikan dananya dalam saham yang menghasilkan *dividend yield* yang tinggi (Charitou *et al.*, 2011; Rock & Miller, 1985; Skinner & Soltes, 2011; Bhattacharya, 1979). *Dividend yield* adalah merupakan rasio yang mampu menjelaskan kebijakan dividen menurut (Deshmukh *et al.*, 2008, 2013a; Wu & Liu, 2011; Profilet, 2013).

$$DY = \frac{\text{Dividen per lembar saham}}{\text{Harga per lembar saham}} \times 100\%$$

2.1.8 Investasi

Investasi adalah komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan pada saat ini, dengan tujuan memperoleh sejumlah keuntungan di masa mendatang (Deshmukh *et al.*, 2008, 2013; Wu & Liu, 2011; Profilet, 2013). Investasi dapat juga diartikan sebagai penundaan konsumsi di masa sekarang dalam jumlah dan selama periode waktu tertentu dengan tujuan memperoleh keuntungan di masa yang akan datang pada tingkat tertentu sesuai dengan yang diharapkan. Investasi adalah konsep yang vital dan telah menjadi sangat penting dalam penelitian terbaru (Biddle *et al.*, 2009; Chen *et al.*, 2017; Lai & Liu, 2018). Investasi dapat didefinisikan sebagai kecenderungan perusahaan untuk melaksanakan proyek dengan NPV positif dan sebaliknya (Hasnawati, 2005; Chen *et al.*, 2011; Lai & Liu, 2018). Investasi dibagi menjadi dua jenis, yaitu:

- a) **Investasi pada *financial assets*.** Investasi ini dapat dibedakan lagi menjadi dua. Pertama investasi pada *financial assets* yang dilakukan di pasar uang, misalnya berupa sertifikat deposito, commercial paper, surat berharga pasar

uang dan lainnya. Kedua investasi pada financial assets yang dilakukan di pasar modal, misalnya berupa saham, obligasi, waran, opsi dan lainnya.

- b) **Investasi pada *real asset*.** Investasi ini diwujudkan dalam bentuk pembelian asset produktif, pendirian pabrik, pembukaan pertambangan, pembukaan perkebunan dan lainnya.

Jenis-jenis investasi menurut Ikatan Akuntan Indonesia dalam Standar Akuntansi Keuangan (2009) adalah sebagai berikut:

- a) Investasi lancar adalah investasi yang dapat segera dicairkan dan untuk dimiliki selama setahun atau kurang.
- b) Investasi jangka panjang adalah investasi selain investasi lancar.
- c) Properti adalah investasi pada tanah atau bangunan yang tidak digunakan oleh perusahaan yang berinvestasi.
- d) Investasi dagang adalah investasi yang ditunjuk untuk mempermudah atau mempertahankan bisnis atau hubungan perdagangan.

Keputusan investasi pada tingkat perusahaan bervariasi dengan memperhatikan berbagai masalah yang secara langsung mempengaruhi perusahaan dalam jangka panjang. Ada tiga masalah utama yaitu biaya agensi, biaya transaksi dan nilai pasar yang dapat menjelaskan fluktuasi dalam investasi. Pertama, teori biaya agensi yang dikembangkan oleh Jensen & Meckling, (1976) dapat menjawab masalah mengapa perusahaan yang menghadapi biaya tingkat bunga yang lebih tinggi tidak mencoba mendapatkan uang dari sumber lain (yaitu, hutang, pasar ekuitas). Masalah keagenan muncul ketika terdapat benturan kepentingan antara pengelola, kreditor, dan pemegang saham karena tujuan yang berbeda. Kedua, biaya transaksi yang digabungkan dengan masalah hutang dan ekuitas dapat meningkatkan biaya pendanaan eksternal. Seharusnya hutang adalah satu-satunya saluran dana eksternal yang tersedia untuk perusahaan. Pembiayaan hutang memungkinkan kreditor berhak atas bunga pembayaran. Investasi dapat dibagi menjadi dua golongan, yaitu: pertama, investasi langsung (*direct investing*). Investor membeli dan menjual bagian dari investasi secara langsung tanpa harus menggunakan fasilitas perusahaan investasi (*investment companies*) atau reksadana (*mutual funds*). Kedua, investasi tidak langsung (*indirect*). Investor membeli dan menjual bagian dari investasinya melalui perusahaan

investasi atau reksadana dalam bentuk portofolio sekuritas. Investasi dapat dibagi menjadi empat golongan sebagai berikut:

- a) Investasi yang tidak menghasilkan laba (*non-profit investment*). Investasi jenis ini timbul karena adanya peraturan pemerintah atau karena syarat-syarat kontrak yang telah disetujui, yang mewajibkan perusahaan untuk melaksanakannya tanpa mempertimbangkan laba atau rugi.
- b) Investasi yang tidak dapat diukur labanya (*non-measurable profit investment*). Investasi ini dimaksudkan untuk menaikkan laba, namun laba yang diharapkan akan diperoleh perusahaan dengan adanya investasi ini sulit untuk dihitung secara teliti.
- c) Investasi dalam penggantian ekuipmen (*replacement investment*). Investasi jenis ini meliputi pengeluaran untuk penggantian mesin dan peralatan yang ada. Informasi penting yang perlu dipertimbangkan dalam keputusan penggantian mesin dan peralatan adalah informasi akuntansi diferensial yang berupa aktiva diferensial dan biaya diferensial.
- d) Investasi dalam perluasan usaha (*expansion investment*). Investasi jenis ini merupakan pengeluaran untuk menambah kapasitas produksi atau operasi menjadi lebih besar dari sebelumnya.

1. Pengukuran Investasi

Pengukuran investasi dapat menggunakan beberapa proxi (indikator) yang mampu menjelaskan keputusan investasi sesuai dengan referensi penelitian-penelitian terdahulu antara lain:

a) *Return On Investment (ROI)*

Analisis *Return On Investment (ROI)* dalam analisa keuangan mempunyai arti yang sangat penting sebagai salah satu teknik analisa keuangan yang bersifat menyeluruh (komprehensif). Dengan demikian rasio ini menghubungkan keuntungan yang diperoleh dari operasi perusahaan (*net operating income*) dengan jumlah investasi atau aktiva yang digunakan untuk menghasilkan keuntungan operasi tersebut (*net operating assets*).

Metode *Return On Investment (ROI)*, merupakan pengukuran kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba bersih berdasarkan tingkat asset

tertentu. ROI adalah salah satu dari bentuk rasio profitabilitas yang dimaksudkan untuk dapat mengukur kemampuan perusahaan dengan keseluruhan dana yang ditanamkan dalam aktiva yang digunakan untuk operasi perusahaan untuk menghasilkan keuntungan. Besarnya ROI dipengaruhi oleh dua faktor yaitu *turnover* dari *operating assets* (tingkat perputaran aktiva yang digunakan untuk operasi) dan Profit Margin (keuntungan operasi yang dinyatakan dalam presentase dan jumlah penjualan bersih). ROI adalah rasio yang dapat menjelaskan keputusan investasi menurut Biddle *et al.*, (2009); Chen *et al.*, (2011); Chen *et al.*, (2017); Wu & Liu, (2011); Lai & Liu, (2018). Berikut adalah rumus ROI yang akan digunakan pada penelitian ini:

$$ROI = \frac{\text{Laba setelah pajak (EAT)}}{\text{Total Aset}} \times 100\%$$

atau

$$ROI = \text{Margin} \times \text{perputaran} = \frac{\text{Laba Operasi}}{\text{Penjualan}} \times \frac{\text{Penjualan}}{\text{Aktiva Operasi rata - rata}}$$

Keterangan :

- Laba Operasi (*operating income*) adalah laba yang dihasilkan sebelum bunga dan pajak
- Aktiva operasi (*operating assets*) adalah seluruh aktiva yang digunakan untuk menghasilkan laba operasi
- Margin adalah rasio dari operasi terhadap penjualan
- Perputaran (*turnover*) adalah suatu ukuran lain yang dihitung dengan membagi pendapatan penjualan dengan aktiva operasi rata-rata.

b) **Laba Residu (Economic Value Added-EVA)**

Istilah EVA pertama kali dipopulerkan oleh Stern *et al.*, (1995). EVA merupakan suatu metode untuk menentukan apakah perusahaan telah menciptakan nilai ekonomis yang diatas atau dibawah dari biaya modal yang dimiliki perusahaan dalam pengoperasian kekayaan yang dimilikinya. Dalam hal investasi, EVA mampu mendorong manajer berpikir dan bertindak yaitu memilih investasi

yang memaksimalkan pengembalian dengan biaya modal yang minimum sehingga nilai perusahaan bisa ditingkatkan (misalnya para pemegang saham). Selain itu, faktor biaya modal yang terdapat dalam EVA mendorong manajer untuk berhati-hati dalam menentukan kebijakan struktur modal perusahaannya.

EVA dapat didefinisikan sebagai laba operasi perusahaan setelah pajak (NOPAT), dikurangi biaya modal (Blyth *et al.*, 1986; Rappaport, 1999). Setiap kenaikan EVA perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan (Chen & Dodd, 1997; Ray, 2001). Rumus untuk menghitung EVA adalah sebagai berikut menurut Biddle *et al.*, (1997); Fernandez, (2001); Rappaport, (1999); Tortella & Brusco, (2003). EVA dianggap dapat menjelaskan keputusan investasi juga terdapat pada penelitian Dashtbayaz & Mohammadi, (2016).

$$EVA = NOPAT - (Invested\ Capital \times WACC)$$

Keterangan:

NOPAT = *Net Operating Profits After Taxes.*

WACC = *Weighted Average Cost of Capital.*

$$Invested\ Capital = Longterm\ Debt + Equity$$

$$WACC = W_d K_d + W_e K_e$$

$$W_d = \frac{Total\ Debt}{Total\ Debt + Equity}$$

$$W_e = \frac{Total\ Equity}{Total\ Debt + Equity}$$

$$K_d = k_{abt}(1 - T)$$

$$K_{abt} = \frac{cost\ of\ interest}{Longterm\ debt}$$

$$T\ (tingkat\ pajak) = \frac{cost\ of\ tax}{Net\ Profit\ after\ tax} \times 100\%$$

$$K_e = ROE = \frac{Net\ Profit\ after\ tax}{Total\ Equity}$$

c) *Market to Book Value of Asset Ratio (MBVA)*

Proksi ini dihitung untuk menunjukkan prospek pertumbuhan perusahaan yang dinyatakan dalam harga pasar. Rasio ini menjelaskan gabungan antara aset di tempat dengan kesempatan investasi. Oleh karena itu, semakin tinggi rasio MBVA, semakin tinggi kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan tersebut yang berkaitan dengan aset di tempat (Varaiya *et al.*, 1987). Rasio ini sering juga disebut rasio MVA/BVA digunakan dengan dasar pemikiran bahwa semakin besar penambahan modal yang dilakukan oleh perusahaan maka akan semakin tinggi investasi yang dilakukan perusahaan terhadap aset. Oleh karena itu, rasio ini digunakan untuk mengukur prospek pertumbuhan perusahaan berdasarkan banyaknya aset yang digunakan dalam menjalankan usahanya dan bahan pertimbangan dalam penilaian kondisi perusahaan. MBVA merupakan rasio yang dapat menjelaskan keputusan investasi menurut Ben-David *et. al.*, (2007); Brio *et. al.*, (2003); Dashtbayaz & Mohammadi, (2016); Foroghi & Moazeni, (2018). Adapun rumus yang digunakan untuk mengukur *Market to Book Value of Asset Ratio* adalah sebagai berikut:

$$MVBA = \frac{(TA - TE) + (CS \times CP)}{Total Aset} \times 100\%$$

Keterangan:

MVBA : *Market to Book Value of Asset*

TA : Total Assets

TE : Total Equity

CS : Saham Beredar

CP : Harga Penutupan Saham

d) *Market to Book Value of Equity (MBVE)*

Rasio ini menunjukkan peluang investasi perusahaan. Apabila perusahaan dapat memanfaatkan modalnya dengan baik, maka semakin besar kemungkinan perusahaan tersebut untuk bertumbuh dan mencerminkan bahwa pasar menilai *return* atas investasi perusahaan pada masa depan akan lebih besar dari *return*

yang diharapkan ekuitasnya (Varaiya *et al.*, 1987). Menurut Smith dan Watts (1992), *investment opportunity set* merupakan hasil dari pilihan-pilihan untuk membuat investasi di masa mendatang, yaitu menunjukkan kemampuan perusahaan memperoleh keuntungan dari prospek pertumbuhan. Prospek perusahaan yang tumbuh merupakan suatu hal yang menguntungkan bagi investor, karena investasi yang ditanamkan diharapkan akan memberikan return yang tinggi. MBVE merupakan rasio yang dapat menjelaskan keputusan investasi menurut Ben-David *et al.*, (2007); Brio *et al.*, (2003); Dashtbayaz & Mohammadi, (2016); Foroghi & Moazeni, (2018). Adapun rumus yang digunakan untuk mengukur *Market to Book Value of Equity* adalah sebagai berikut:

$$MVBE = \frac{\text{Saham Beredar} \times \text{Harga Penutupan}}{\text{Total Ekuitas}} \times 100\%$$

e) **Total Asset Growth**

Assets Growth menunjukkan pertumbuhan aset, dimana aset merupakan aktiva yang digunakan untuk aktiva operasional perusahaan. Keputusan investasi dapat dirumuskan dengan rasio *net investment* terhadap *net fixed assets* periode sebelumnya (Varaiya *et al.*, 1987). *Total asset growth* atau ID dapat menjelaskan keputusan investasi menurut Ben-David *et al.*, (2007); Adam & Goyal, (2008); Dashtbayaz & Mohammadi, (2016). Adapun rumus yang digunakan untuk mengukur *total asset growth* untuk kebijakan investasi adalah sebagai berikut:

$$\text{Investment Decision (ID)} = \frac{\text{Net Fixed Assets}_t - \text{Net Fixed Assets}_{t-1}}{\text{Net Fixed Assets}_{t-1}}$$

f) **Earning per Share Price Ratio (EPS)**

Earning per Share Price Ratio (EPS), menggambarkan seberapa besar *earning power* yang dimiliki perusahaan. Perhitungan *Earning per Share Price Ratio* dengan laba per lembar saham diperoleh dari laba bersih perusahaan dibagi dengan jumlah lembar saham yang beredar, sedangkan nilai harga saham

diperoleh dari harga penutupan saham akhir tahun (Islam & Nguyen, 2020). Islam & Nguyen, (2020) mengungkapkan bahwa EPS merupakan bagian dari laba perusahaan, setelah dikurangi pajak dan dividen saham istimewa, yang dialokasikan untuk setiap saham dari saham biasa. Angka tersebut dapat dihitung hanya dengan membagi laba bersih yang diperoleh dalam periode pelaporan tertentu dengan jumlah total saham yang beredar pada istilah yang sama. EPS merupakan rasio untuk mengukur keberhasilan manajemen perusahaan dalam memberikan keuntungan bagi investor yang memiliki saham biasa. Rasio ini menunjukkan keterkaitan antara jumlah laba bersih dengan bagian kepemilikan pemegang saham dalam perusahaan. EPS merupakan rasio yang dapat menjelaskan keputusan investasi menurut Ye & Yuan, (2008); Hsiao *et al.*, (2011); Huang *et al.*, (2011); Dashtbayaz & Mohammadi, (2016); Kang *et al.*, (2018). Adapun rumus yang digunakan untuk mengukur *Earning per Share Price Ratio* (EPS) adalah sebagai berikut:

$$EPS = \frac{\text{Jumlah Laba Setelah Pajak}}{\text{Jumlah Saham Beredar}}$$

g) *Capital Expenditure* (Capex)

Mencerminkan tingkat pengeluaran modal perusahaan terhadap nilai buku aktiva tetap perusahaan pada suatu periode tertentu (Adam & Goyal, 2008; Kallapur & Trombley, 1999). *Capital Expenditure* (capex) atau belanja modal adalah biaya-biaya yang digunakan oleh perusahaan untuk memperoleh atau menambah aktiva tetap atau aset fisik seperti properti, bangunan industri atau peralatan. Sedangkan di penjelasan lain menyatakan bahwa capex adalah pengeluaran yang dapat menghasilkan keuntungan di masa depan dan akan diperhitungkan sebagai pengeluaran modal dan bukan sebagai biaya.

Menurut Griner & Gordon, (1995) *capital expenditure* adalah sejumlah pengeluaran dana yang dilakukan oleh manajemen terhadap berbagai kebutuhan seperti property, plant, dan equipment. *Capital expenditure* merupakan suatu pembelanjaan perusahaan dan mendefinisikannya sebagai pengalokasian dana untuk diinvestasikan dalam berbagai aset perusahaan. *Capital expenditure* atau

sering disebut capex dihitung melalui selisih antara *total fixed asset* tahun ini dengan *total fixed asset* pada tahun sebelumnya seperti yang dijelaskan oleh (Griner & Gordon, 1995). CAPEX dapat menjelaskan hasil dari keputusan investasi menurut Malmendier & Tate, (2002, 2003); Malmendier, (2004); Malmendier & Tate, (2015, 2005, 2008); Ye & Yuan, (2008); Dashtbayaz & Mohammadi, (2016); Kang *et al.*, (2017); Pikulina *et al.*, (2017); Foroghi & Moazeni, (2018). Rumus dari *capital expenditures* adalah sebagai berikut:

$$Capex = Total\ Fixed\ Aset_t - Total\ Fixed\ Aset_{t-1}$$

2.2 Penelitian Terdahulu

Tabel 5. Penelitian Terdahulu

No.	Nama peneliti/Judul penelitian	Variabel/Indikator	Metode Penelitian	Hasil Penelitian
CEO OVERCONFIDENT DAN INVESTASI				
1.	Malmendier & Tate, (2005a) <i>CEO Overconfidence and Corporate Investment</i>	Variabel Dependen = Investasi <i>Investment = Capital Expenditures</i> (128 item) <i>Variables used for normalized = Capital and Assets</i> <i>Control Variables = Earnings/Price ratio, ROA, Cashflow, Stock ownership, CEO Vested options, Corporate governance, Firm Size,</i> <i>Overconfident measure: Holder 67 (100), Longholder, Net Buyer (in first five years)</i> <i>Personal Characteristics: Age, Years as CEO, Titles, Founder, Stock Ownership, Vested options, Depression baby (born in 1930s),</i>	Analisis Regresi Sampel 477 perusahaan AS yang diperdagangkan secara publik dari tahun 1980 - 1994. Perusahaan harus muncul setidaknya empat (4) kali pada salah satu daftar perusahaan AS terbesar yang disusun majalah Forbes periode 1984 - 1994	1. Menemukan hubungan positif yang signifikan antara sensitivitas investasi pada arus kas dan CEO <i>overconfident</i> . Koefisien interaksi jangka waktu <i>overconfident</i> dan arus kas sangat signifikan untuk semua uji yang dilakukan 2. <i>Overconfident</i> lebih diperlukan oleh perusahaan yang tergantung pada ekuitas, seperti yang diprediksi model <i>overconfident</i> . 3. Menemukan bahwa investasi CEO <i>overconfident</i> secara signifikan lebih responsif terhadap <i>cash flow</i> , terutama di perusahaan yang bergantung pada ekuitas.

No.	Nama peneliti/Judul penelitian	Variabel/Indikator	Metode Penelitian	Hasil Penelitian
		<i>Finance career, Technical career, finance education, Technical education, MBA</i>		
2.	Malmendier & Tate, (2005b) <i>Does Overconfidence Affect Corporate Investment? CEO Overconfidence Measures Revisited</i>	Variabel Dependen = Investasi <i>Investment = Capital Expenditures</i> (128 item) <i>Variables used for normalized = Capital and Assets</i> <i>Control Variables = Cashflow, Stock ownership, CEO Vested options, Corporate governance, Firm Size,</i> <i>Overconfident measure: Holder 67 (100), Longholder, Total mentions, Total Confident</i>	Analisis Regresi Merangkum dari penelitian 2005a, dan menambahkan pengukuran variabel <i>overconfident</i> berdasarkan penggambaran Pers.	Memberikan bukti terkait tentang efek nyata dari <i>overconfident</i> . Kami menemukan bahwa tindakan kami memprediksi akuisisi manajerial yang meningkat, terutama karena tidak adanya kendala keuangan, dan menunjukkan bahwa <i>overconfident</i> dapat menjelaskan sebagian besar dari perolehan nilai pemegang saham yang hilang dalam transaksi merger. Hasil investasi dan merger menyiratkan bahwa keputusan pembiayaan juga dipengaruhi oleh <i>overconfident</i>
3.	Yu, (2014) <i>CEO Overconfidence and Overinvestment Under Product Market Competition</i>	Investasi R&D, <i>Overconfident, Model Cournot</i>	Eksperimental	1. Menunjukkan bahwa CEO <i>overconfident</i> dan investasi berlebihan bisa dijelaskan sebagai hasil keseimbangan. Hubungan tingkat equilibrium CEO <i>overconfident</i> (dan investasi R&D) berbentuk U terbalik. Karena pasar produk cenderung ke arah persaingan sempurna, semua perusahaan mempekerjakan CEO yang realistis dan yang bukan berinvestasi terlalu banyak (<i>overinvestment</i>) 2. Dalam model Oligopoli Cournot menunjukkan bahwa perusahaan dapat mempekerjakan CEO yang <i>overconfident</i> untuk alasan strategis

No.	Nama peneliti/Judul penelitian	Variabel/Indikator	Metode Penelitian	Hasil Penelitian
				seperti berkomitmen untuk bertindak lebih agresif dalam pengeluaran R&D untuk keunggulan atas pesaing pasar produk
4.	Dashtbayaz & Mohammadi, (2016a) <i>The effect of managerial overconfidence on investment</i>	<i>Managerial overconfident, Investment, Portfolio Investment</i>	Review/ Deskriptif	Investasi perusahaan, selain dipengaruhi hal umum seperti sensitivitas arus kas, dan kondisi pasar, juga dipengaruhi oleh karakteristik pribadi seperti manajer <i>overconfident</i> . Manajer memiliki sifat ini, karena optimisme berlebihan mereka untuk berinvestasi dalam proyek-proyek yang tidak memiliki arus kas yang diperlukan untuk mencapai pengembalian yang diharapkan dari pemegang saham.
5.	Pikulina <i>et al.</i> , (2017) <i>Overconfidence and investment: An experimental approach</i>	<i>Dependent variable = Investasi</i> <i>Investasi = Average Investment, CAPEX</i> <i>Explanatory variable = Overconfident Skill</i> <i>Subjects' personal characteristics = gender, age, education, nationality, work experience, occupation (dua terakhir berlaku untuk professional).</i> <i>Overconfident</i> diukur berdasarkan literature psikologi menggunakan CBO (<i>calibration-based overconfidence measure</i>) . CBO = Perbedaan antara rata-rata kepercayaan subjek pada jawaban (keyakinannya) dan jumlah sebenarnya dari jawaban benar yang dia berikan , dibagi 20 (total pertanyaan).	Experimental dan Analisis Regresi Menggunakan dua kelompok sampe yang berperan sebagai manajer pembuat keputusan investasil: 1. Mahasiswa pascasarjana dan sarjana (Bisnis atau Ekonomi) sebanyak 111 orang 2. Profesional Keuangan 147 orang	1. <i>Overconfident</i> ber pengaruh positif terhadap investasi, dimanahigher <i>overconfident</i> (tinggi) menghasilkan tingkat investasi yang lebih tinggi. 2. <i>Moderate overconfident</i> (sedang) masih menguntungkan dan mengarah pada investasi yang akurat 3. <i>Extreme overconfident</i> dan Underconfident menimbulkan biaya yang tinggi pada pengambilan keputusan perusahaan 4. subjek yang secara substansial <i>overconfident</i> terhadap kemampuannya sendiri memilih tingkat investasi tinggi yang tidak tepat, sedangkan subjek yang <i>underconfident</i> membuat investasi yang tidak mencukupi

No.	Nama peneliti/Judul penelitian	Variabel/Indikator	Metode Penelitian	Hasil Penelitian
		Nilai CBO positif berarti subjek <i>overconfident</i> , nilai CBO negatif berarti subjek underestimate pada pengetahuan keuangan.		
6.	Koo & Yang, (2018) Managerial Overconfidence, Self-Attribution Bias, and Downwardly Sticky Investment: Evidence from Korea	<i>Investment, Managerial overconfident, Arus kas operasi perusahaan,</i>	Analisis Regresi Menggunakan perusahaan korea yang terdaftar di KOSPI dan KOSDAQ pada tahun 2007-2013.	Hasil penelitian menunjukkan bahwa manajerial <i>overconfident</i> mendorong terjadinya sensitivitas arus kas investasi. Hal ini berarti bahwa Manajerial <i>overconfident</i> mendorong terjadinya <i>overinvestment</i> .
7.	He <i>et al.</i> , (2019) Managerial Overconfidence, Internal Financing, and Investment Efficiency: Evidence from China	<i>Investment, Managerial overconfident, Leverage, Kas. Usia Perusahaan, Ukuran Perusahaan</i>	Analisis Regresi Menggunakan perusahaan yang terdaftar di Shanghai Exchange dan Shenzhen Exchange pada tahun 2010-2015	Hasil penelitian menunjukkan bahwa pembiayaan internal dapat digunakan untuk mendanai peluang bisnis dan mengurangi kekurangan modal tetapi juga dapat menyebabkan investasi yang berlebihan, terutama di perusahaan yang memiliki manajerial <i>overconfident</i> . Masalah <i>overinvestment</i> ini lebih signifikan terkait dengan manajerial <i>overconfident</i> di BUMN daripada perusahaan non-BUMN.
CEO OVERCONFIDENT DAN STRUKTUR MODAL				
1.	Oliver, (2005b) <i>The Impact of Management overconfidence on Capital Structure</i>	Dependen: <i>Structure Modal = DAR, DER</i> Independen: <i>Managerial overconfidence = Average Consumer Sentiment Index (CSI) /Survey: 500 Telephone Interviews</i> Kontrol: <i>Market to Book (MB), External Finance Weighted Average Market to Book (EFWAMB), Firm Size, Tangibility of</i>	Analisis Regresi 500 perusahaan As teratas/terbesar yang ada sejak tahun 1978 dan terus ada hingga tahun 2004. Karena Indeks Sentimen Konsumen Michigan sudah tersedia sejak 1978	1. Mendokumentasikan hubungan empiris antara struktur modal dan <i>overconfidence</i> , ditemukan bahwa manajerial <i>overconfidence</i> berpengaruh positif signifikan dengan keputusan pembiayaan perusahaan. Ketika <i>overconfident</i> tinggi, perusahaan memiliki tingkat hutang yang lebih tinggi. 2. Hasil ini kuat untuk model regresi yang berbeda dan spesifikasi yang

No.	Nama peneliti/Judul penelitian	Variabel/Indikator	Metode Penelitian	Hasil Penelitian
		<i>Assets (TNG), Firm Profitability (PRF)</i>		berbeda, juga definisi leverage dan kepercayaan diri yang berbeda. Ini mendukung argumen teoretis di behavior finance bahwa manajer <i>overconfident</i> cenderung mengeluarkan lebih banyak hutang.
3.	Barros & Silveira, (2007) <i>Overconfidence, Managerial Optimism and the Determinants of Capital Structure</i>	Dependen : <i>Capital Structure = DAR, DER</i> Independen: <i>Manajer Overconfidence: variabel dummy</i> , dengan kode OVER nilai 1 = jika manajer perusahaan diklasifikasikan sebagai wirausaha (individu yang terlalu percaya diri / optimis) dan OVER nilai 0 = jika dia diklasifikasikan sebagai non-wirausaha ("rasional" atau kurang percaya diri / optimis). Variabel kontrol = PBV, MVA, Growth, Size, TGN, Profitabilitas, Dividen	Analisis Regresi Sampel 153 perusahaan non-finansial Brasil yang terdaftar di Sao Paulo Stock Exchange (Bovespa) tahun 1998 hingga 2003	1. Ditemukan hubungan positif yang kuat antara manajer <i>overconfidence</i> dan rasio leverage, hal ini sejalan dengan hipotesis perilaku. 2. Kami juga menemukan variabel penjelas yang relevan: profitabilitas, ukuran, pembayaran dividen dan tangibilitas. Hasil kami menunjukkan bahwa pendekatan perilaku berdasarkan penelitian psikologi manusia dapat menawarkan kontribusi yang relevan dengan pemahaman pengambilan keputusan perusahaan.
4.	Diba, (2012) <i>The Effect of Managerial Overconfidence on Capital Structure of Firms' Listed on The Nairobi Securities Exchange</i>	Dependen : <i>Capital Structure = DAR, DER</i> Independen: <i>Overconfidence manajerial</i> = tanggapan manajer terhadap pertanyaan faktual sambil menyatakan tingkat kepercayaan mereka dalam kebenaran dari mereka. Variabel kontrol untuk <i>overconfidence</i> . = Informasi karakteristik pribadi (Umur, jenis kelamin	Analisis Regresi Sampel adalah perusahaan yang terdaftar di Nairobi Securities Exchange selama periode sebelas tahun antara tahun 2000 - 2010 (48 manajer dari 24 perusahaan)	1. Hipotesis bahwa manajerial <i>overconfidence</i> mempengaruhi struktur modal perusahaan yang terdaftar di Nairobi Securities Exchange secara positif signifikan. 2. Penemuan lebih lanjut yang mendukung teori pecking order dan market timing diamati. Namun, tidak jelas apakah manajemen telah mengakui efek dari <i>overconfidence</i> untuk menyeimbangkan

No.	Nama peneliti/Judul penelitian	Variabel/Indikator	Metode Penelitian	Hasil Penelitian
		<p>dan pendidikan)</p> <p><i>Market to Book (MB), External Finance Weighted Average Market to Book (EFWAMB), Firm Size, Tangibility of Assets (TNG), Firm Profitability (PRF)</i></p>		<p>antara manfaat bias kognitif ini dan masalah agensi yang dimiliki oleh manajer yang bertindak sebagai proksi bagi pemegang saham.</p>
5.	<p>Tomak, (2013)</p> <p><i>The Impact of Overconfidence on Capital Structure in Turkey</i></p>	<p>Dependen : Capital Structure = LDER, LDAR</p> <p>Independen: <i>Overconfidence= Average Consumer Sentiment Index (CSI) atau Consumer Confidence Index (CCI) (Oliver, 2005)</i></p> <p>Kontrol: <i>Firm Size, Tangibility of Assets (TGN), Firm Profitability (PRF), Gross Domestik Produk, Inflation Rate</i></p>	<p>Analisis Regresi</p> <p>Sampel sebanyak 115 perusahaan manufaktur Turki yang diperdagangkan di ISE untuk periode 2002 - 2011</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. Dalam penelitian menemukan bahwa tidak cukup bukti untuk mendukung penelitian sebelumnya bahwa manajer <i>overconfidence</i> cenderung menggunakan lebih banyak tingkat utang, dengan kata lain, tidak ditemukan hubungan yang signifikan antara manajer <i>overconfidence</i> dan <i>leverage</i> dan bersifat ambigu. 2. Ditemukan juga bahwa ukuran perusahaan, tangibilitas perusahaan dan ukuran PDB menunjukkan dampak tidak signifikan terhadap leverage. 3. Ukuran perusahaan menghasilkan dampak positif pada leverage. Ketika ukuran perusahaan meningkat, dampak leverage juga meningkat di perusahaan. Profitabilitas perusahaan mempengaruhi tingkat hutang secara negatif. Ketika profitabilitas menurun, perusahaan cenderung menggunakan lebih banyak hutang di perusahaan.

No.	Nama peneliti/Judul penelitian	Variabel/Indikator	Metode Penelitian	Hasil Penelitian
6.	Fedyk, (2014) <i>CEO Overconfidence: An Alternative Explanation for Corporate Financing Decisions</i>	Dependen: <i>Net Equity issued , Net Debt issued</i> <i>DAR, DER</i> Independen : <i>CEO overconfident</i> : Persentase liputan pers optimis yang diterima CEO relatif terhadap persentase liputan pers optimis yang diterima perusahaan itu sendiri (penggambaran CEO di media)	Analisis Regresi Sampel dari 231 CEO teratas dari 100 perusahaan Fortune 500 teratas selama dekade 1997-2007	1. CEO yang <i>overconfident</i> menganggap pembiayaan ekuitas relatif lebih mahal daripada pembiayaan utang, dengan demikian mempertahankan rasio <i>leverage</i> yang lebih tinggi dari yang diharapkan 2. Terdapat pengaruh positif yang kuat antara CEO <i>overconfident</i> dan ekuitas dibandingkan pembiayaan utang, CEO terlalu percaya diri merupakan indikator kuat dalam keputusan keuangan perusahaan yang menyebabkan <i>overvalue debt</i> dan <i>undervalue equity</i>
7.	Purhanudin & Zakaria, (2015) <i>Managerial Overconfidence and Debt Maturity Structure of Malaysian Construction and Material Companies</i>	Dependent: LDER, <i>Debt Maturity</i> Independent: CEO Age, CEO tenure, CEO Ownership, Level of Education (High/Low), Finance Background, Technical Background, Kontrol: Asset Struture, DER, DR, Growth, ROE, Size	Analisis Regresi Sampel perusahaan Konstruksi dan Material yang terdaftar di Main Dewan (Bursa Malaysia) untuk periode 2005-2010. Sebanyak 57 perusahaan	1. Manager <i>overconfident</i> berpengaruh signifikan negatif pada jatuh tempo struktur hutang 2. Dibawah manajemen yang <i>overconfident</i> , periode jatuh tempo dari struktur hutang akan berkurang ketika perusahaan mampu meningkatkan laba. Masa jabatan manajer dan leverage negative dan signifikan mempengaruhi struktur jatuh tempo hutang.
8.	Huang <i>et al.</i> , (2016) <i>CEO Overconfidence and Corporate Debt Maturity</i>	Dependen : LDER, <i>Debt Maturity</i> Independen : <i>CEO overconfident: Longholder 40 = dummy 1 if the CEO ever held an option to</i>	Analisis Regresi Sampel dari US Market dengan sampel 4.309 pengamatan perusahaan selama periode 2006 hingga	1. Bahwa perusahaan dengan CEO <i>overconfident</i> cenderung mengadopsi struktur jatuh tempo hutang yang lebih pendek, dengan menggunakan proporsi yang lebih

No.	Nama peneliti/Judul penelitian	Variabel/Indikator	Metode Penelitian	Hasil Penelitian
		<i>the final year of duration, 40% in- the-money</i> Kontrol : <i>CEO Characteristics : Gender, Age, Tenure, Option Ownership, Stock ownership</i>	2012 (data ExecuComp dan Compustat)	tinggi dari hutang jangka pendek. 2. Di mana kreditor enggan memperpanjang hutang jangka panjang kepada CEO <i>overconfident</i>
9.	Rihab & Lotfi, (2016) <i>Managerial Overconfidence and Debt Decisions</i>	Dependen : <i>DAR, DER</i> Independen : <i>CEO overconfident : Longholder, Holder 67</i> Kontrol: <i>Size, Profitability, Growth, Tangibility of Assets</i>	Analisis Regresi Sampel 55 perusahaan Tunisia yang termasuk industri, komersial, dan industri jasa tahun 1997-2001	Hasil mengkonfirmasi asumsi bahwa kepercayaan diri manajer berhubungan positif dengan tingkat hutang. Manajer <i>overconfident</i> meremehkan probabilitas kesulitan keuangan dan akan memilih tingkat hutang yang lebih tinggi daripada jika mereka "rasional".
10.	La Rocca <i>et al.</i> , (2019) Female management, overconfidence and debt maturity: European evidence	Short-term debt, female executives, Firm age, Firm Size, Leverage, Performance, Cash Holdings, Tangibility. Growth Opportunities	Analisis Regresi Sampel penelitian ini adalah perusahaan di Eropa yang terdiri dari 3520 perusahaan dan 9453 pengamatan.	Hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan yang dijalankan oleh wanita, terutama dalam lingkungan "maskulin", cenderung lebih memilih struktur modal yang lebih fleksibel. Penelitian ini memperkuat hipotesis bahwa eksekutif wanita kurang percaya diri.
CEO OVERCONFIDENT DAN KEBIJAKAN DEVIDEN				
1.	Ben-David <i>et al.</i> , (2007b) <i>Managerial overconfidence and corporate policies</i>	Dependen : Kebijakan perusahaan (Dividen, Leverage, Investasi) <i>DAR, DER, DPR, DPS, MBVA, MBVE, Asset Growth</i> Independen : CEO overconfident = <i>Low_OC and High_OC, expected return, Ri</i>	Analisis regresi Sampel : 5 eksekutif teratas dari 1500 perusahaan terbesar AS selama 6 tahun	1. Manager overconfident berpengaruh positif signifikan terhadap investasi, akan berinvestasi lebih banyak. 2. Manager overconfident mempunyai pengaruh positif signifikan, memiliki leverage hutang yang tinggi, 3. Manager overconfident mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap dividen, membayar dividen lebih sedikit
2.	Cordeiro, (2011) <i>Managerial</i>	Dependen : Kebijakan dividen = <i>cash dividends paid dan</i>	Analisis regresi Sampel:	1. Manager overconfident berpengaruh negatif

No.	Nama peneliti/Judul penelitian	Variabel/Indikator	Metode Penelitian	Hasil Penelitian
	<i>Overcondence and Dividend Policy</i>	<i>dividend total asset</i> Independen : Manager Overconfident : <i>Long Holder 40</i>	Perusahaan AS dari tahun 1983-1994	signifikan terhadap dividen. 2. Manager overconfident mempengaruhi besarnya dividen dan total distribusi yang dibayarkan kepada pemegang saham, membayar lebih rendah
3.	Deshmukh <i>et al.</i> , (2008) <i>CEO overconfidence and dividend policy</i>	Dependen : dividen yield Independen : CEO overconfident, <i>Longholder 67</i>	Analisis Regresi Sampel :477 perusahaan di AS 1984-1994	1. Hasil konsisten yaitu CEO overconfident berpengaruh negatif signifikan terhadap dividen. 2. Pembayaran dividen lebih rendah pada perusahaan dengan CEO overconfident
4.	Wu & Liu, (2011) <i>Payout Policy and CEO Overconfidence</i>	Dependen : Nilai perusahaan: PBV, PER, Investasi: EPS, ROA, ROI, dividen : <i>Dividen yield</i> Independen : CEO overconfident: <i>Holder 67, Low_OC and High_OC,</i>	Analisis Regresi Sampel: perusahaan di pasar saham China	1. CEO overconfident berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, meningkatkan dalam ekonomi yang berkembang dan menurunkan dalam ekonomi yang menurun. 2. CEO overconfident dan investasi berpengaruh positif, keuntungan investasi semakin tinggi dengan meningkatnya overconfident CEO 3. Sinyal pembayaran terhadap CEO overconfident hasilnya konstan, berpengaruh positif terkait opsi saham yang dipegang CEO CEO overconfident berpengaruh positif terhadap dividen, cenderung meningkatkan dividen tunai
5.	Chen, <i>et al.</i> , (2011) <i>Senior manager overconfidence, managerial discretion</i>	Dependen : Kebijakan dividen =DPS, DTA Independen: Manager Overconfident = AR=(E®-Ri)	Analisis Regresi Sampel : 745 perusahaan di China	1. Manager overconfident dan kebijakan dividen berpengaruh negatif signifikan 2. Dualitas dan

No.	Nama peneliti/Judul penelitian	Variabel/Indikator	Metode Penelitian	Hasil Penelitian
	<i>and dividend policy: A study of Chinese listed companies</i>	Moderasi: Duality, Cash Flow, Market Growth, State Ownership, Political Connection		Cashflow memperkuat hubungan manager overconfident dan kebijakan dividen secara signifikan, sedangkan pertumbuhan pasar tidak signifikan dalam memperkuat hubungan manager overconfident dan kebijakan dividen. 3. Kepemilikan pemerintah dan koneksi politik memperlemah signifikan hubungan manager overconfident dan kebijakan dividen.
6.	Deshmukh <i>et al.</i> , (2013a) <i>CEO overconfidence and dividend policy</i>	Dependen: Dividen yield Independen: CEO overconfidence : <i>Longholder 67</i> Kontrol: <i>Cash flow, leverage, growth, Log of sales</i>	Analisis Regresi Sampel : Perusahaan besar di AS tahun 1980-1994	1. CEO overconfident mempunyai pengaruh negatif yang signifikan terhadap dividen 2. CEO overconfident memandang pembiayaan eksternal mahal sehingga menurunkan arus pembayaran dividen. 3. Tingkat pembayaran dividen 1/6 lebih rendah pada perusahaan dengan CEO overconfident
7.	Wrońska-Bukalska, (2018) Power of an overconfident CEO and dividend payment	Dependen: Dividend yield Independent: Free Cash Flow, Debt, Net Profit, Investment, Managerial Overconfidence, Managerial Ownership	Analisis Regresi Penelitian ini menggunakan dua subsampel: manajer <i>overconfident</i> (78 perusahaan dengan 390 pengamatan) dan manajer yang tidak <i>overconfident</i> (67 perusahaan dengan 335 pengamatan). Bergantung pada ukuran kekuatan	Hasil penelitian menunjukkan bahwa kekuatan manajerial meningkatkan <i>overconfidence</i> dalam keputusan dividen. Perilaku manajer <i>overconfident</i> memiliki kekuatan lebih: dividen lebih sering dibayarkan, tetapi jika dividen dibayarkan, tingkat dan rasio dividen lebih rendah.

No.	Nama peneliti/Judul penelitian	Variabel/Indikator	Metode Penelitian	Hasil Penelitian
			CEO, penelitian ini membuat dua subsampel: manajer dengan saham minoritas dalam modal (59 perusahaan dengan 295 pengamatan) dan manajer dengan saham mayoritas dalam modal (86 perusahaan dengan 430 pengamatan).	
8.	Hoang <i>et al.</i> , (2020) The Role of Overconfident CEO to Dividend Policy in Industrial Enterprises	Dependen: Dividend Policy : DPR, DTA, DY Independen: CEO Overconfidence Variabel control: Firm Size, Revenue Growth, Age of Firm	Analisis Regresi Sampel pada penelitian ini adalah perusahaan di Vietnam tahun 2012 – 2018.	Hasil penelitian menunjukkan bahwa CEO <i>overconfident</i> memiliki hasil dividen yang lebih tinggi daripada CEO yang tidak <i>overconfident</i> . Pada saat yang sama, rasio pembayaran dividen perusahaan tidak memiliki perbedaan antara CEO <i>overconfident</i> dan CEO yang tidak <i>overconfident</i> . Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa pertumbuhan pendapatan memiliki dampak positif pada hasil dividen di perusahaan kecil, tetapi berdampak negatif pada pembayaran dividen di perusahaan besar. Hasil penelitian berdasarkan ukuran perusahaan memiliki hasil yang serupa dengan analisis umum untuk semua perusahaan. Pada saat yang sama, analisis tipe kepemilikan menunjukkan bahwa CEO <i>overconfident</i> memiliki dampak positif pada hasil dividen perusahaan non-BUMN tanpa mempengaruhi jenis perusahaan lain.
CEO OVERCONFIDENT DAN NILAI PERUSAHAAN				
1.	Fairchild, (2009) <i>Managerial Overconfidence, Moral Hazard</i>	Dependen : Nilai perusahaan (<i>market to equity value</i>) dan Rasio Hutang (DER)	Analisis Regresi Sampel perusahaan di Bursa Efek	1. Model pertama memprediksi hubungan positif dan signifikan antara managerial

No.	Nama peneliti/Judul penelitian	Variabel/Indikator	Metode Penelitian	Hasil Penelitian
	<i>Problems, and Excessive Life-cycle Debt Sensitivity</i>	Independen : <i>managerial overconfidence</i> (kemampuan dan ekspektasi terhadap <i>financial distress</i>) Dummy 1 (0 NPV positif, 1 NPV negatif) Dummy 2 (0 Debt kecil, 1 Debt tinggi)	London periode 2004-2008	overconfidence dengan hutang. 2. Model kedua ditemukan bahwa hubungan managerial overconfidence dan nilai perusahaan adalah ambigu tergantung faktor yang mempengaruhinya 3. Manajer <i>overconfidence</i> akan <i>overestimate</i> terhadap kemampuannya, dan <i>underestimate</i> terhadap <i>financial distress</i>
2.	Slothouber, (2010) <i>The influence of CEO overconfidence on firm value</i>	Dependen : Nilai Perusahaan : Tobin's Q Independen : CEO overconfident : <i>Holder 67, Low_OC and High_OC, Net Buyer</i> Kontrol : <i>Firm size, profitability, Innovation, Diversification, Leverage, cash availability, CEO ownership, Investment, Cost of debt, CEO compensation, Time and Industri</i>	Analisis Regresi Sampel: perusahaan yang tercakup dalam ExecuComp pada periode 2006-2009 hanya fokus pada wilayah Amerika Utara	1. Secara konsisten menunjukkan bahwa CEO overconfident mempunyai pengaruh positif signifikan pada nilai perusahaan. 2. Sebagian besar efek positif dari CEO overconfident yang tinggi pada nilai perusahaan adalah karena inovasi yang lebih besar dan biaya hutang yang lebih rendah
3.	Kasiani <i>et al.</i> , (2015) <i>Managerial Overconfidence and Firm Value</i>	Dependen : Nilai perusahaan (Tobin's Q) Independen : managerial overconfidence (menggunakan 2 metode EPS dan CAPEX) Variabel kontrol : Size, Leverage, PER	Analisis regresi multivariate Sampel adalah 38 perusahaan di Bursa Efek Tehran selama 10 tahun	Hasil pengujian pada metode 1 dan metode 2 menunjukkan bahwa manajerial overconfident memiliki dampak negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan
4.	Dashtbayaz & Mohammadi, (2016a) <i>The effect of managerial</i>	Dependen : Nilai Perusahaan di ukur menggunakan Tobin's Q Independen :	Analisis Regresi Sampel : 50 perusahaan di Bursa Efek Teheran 2011-	1. kepercayaan yang berlebihan dapat menjadi kan kebijakan yang tidak akurat dan tidak sesuai pada keputusan investasi,

No.	Nama peneliti/Judul penelitian	Variabel/Indikator	Metode Penelitian	Hasil Penelitian
	<i>overconfidence on firm value: evidence from companies listed in Tehran stock exchange</i>	Overconfident Metode 1. menggunakan EPS (Huang <i>et.al</i> , 2011) dan (Pirmoradi <i>et al.</i> , 2013) Metode 2. Menggunakan Capital Expenditures /CAPEX (Malmendier and Tate, 2005) dan (Pirmoradi <i>et al.</i> , 2013)	2015	hasil keuangan atau akuntansi dan menimbulkan biaya yang besar yang dibebankan pada perusahaan sehingga menurunkan nilai. 2. Manager yang terlalu percaya diri pada kedua metode yang digunakan memiliki dampak negatif pada nilai perusahaan.
5.	Kang <i>et al.</i> , (2018) <i>Investment and Firm Value under High Economic Uncertainty: The Beneficial Effect of Overconfident CEOs</i>	Dependen : Nilai Perusahaan : Tobin's Q Investasi : Capital Expenditures Independen : CEO overconfident: <i>Holder 67(dummy)</i> Variabel kontrol: <i>CEO Characteristics</i>	Aanalisis Regresi Sampel : 1.004 perusahaan yang tercakup dalam ExecuComp pada tahun fiskal 2007, setahun sebelum krisis	1. CEO overconfident mempunyai pengaruh yang positif signifikan terhadap nilai perusahaan. 2. Ditemukan bahwa selama periode pemotongan tarif impor dan krisis keuangan global, investasi dan nilai perusahaan lebih tinggi untuk perusahaan yang dikelola oleh CEO yang terlalu percaya diri daripada untuk mereka yang dikelola oleh CEO yang tidak terlalu percaya diri
6.	Velde, (2017) <i>What is The Effect of CEO Overconfidence on Firm Value</i>	Dependen : Nilai perusahaan : Tobin's Q Independen : CEO overconfident : <i>Holder 67, Low_OC and High_OC,</i> <i>Kontrol : Firm size, profitability, Innovation, Diversification, Leverage, cash availability, CEO ownership, Investment, Cost of debt, CEO compensation, Time and Industri</i>	Analisis regresi Sampel : perusahaan AS periode 2006-2016	1. CEO overconfident berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. 2. CEO overconfident dengan inovasi mempunyai pengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
7.	Shah <i>et al.</i> , (2018) <i>Investor and Manager</i>	Dependen : Nilai Perusahaan (Tobin's Q dan <i>Market to equity ratio</i>)	Analisis Regresi Sampel : 432 perusahaan	1. Investor yang <i>overconfident</i> berpengaruh positif signifikan terhadap

No.	Nama peneliti/Judul penelitian	Variabel/Indikator	Metode Penelitian	Hasil Penelitian
	<i>Overconfidence Bias and Firm Value: Micro-level Evidence from the Pakistan Equity Market</i>	<p>Independen: CEO overconfident dan Investor overconfident (MOC : <i>Overinvestment in Assets model</i> dan IOC : <i>Aggregate investor overconfidence index</i>)</p> <p>Variabel kontrol : Cash flow, Leverage, Size, ROA</p>	di Bursa Pakistan periode 2013-2017	<p>2. Manajer overconfident mempunyai hasil bias, berpengaruh positif signifikan pada nilai perusahaan menggunakan MV dan Berpengaruh Negatif signifikan menggunakan Tobin's Q</p> <p>3. Manajer overconfident ditandai dengan profitabilitas yang tinggi, cash flow, dan lebih suka menggunakan pembiayaan hutang.</p>
8.	Foroghi & Moazeni, (2018) The Effect of CEO Overconfidence On Firm Value	<p>Dependen : Nilai Perusahaan (Jensen's dan book value, volatilitas return)</p> <p>Independen: CEO Overconfident (CAPEX , Asset Growth dan Invesment Surplus)</p>	<p>Weighted Least Squares dan Panel Methods</p> <p>Sampel 90 perusahaan di Bursa Efek Teheran periode 2010-2016</p>	<p>1. CEO <i>overconfident</i> dengan nilai perusahaan menggunakan Jensen's berpengaruh positif signifikan.</p> <p>2. CEO overconfident diukur dengan CAPEX dengan nilai perusahaan menggunakan volatilitas tidak berpengaruh signifikan, sedangkan ketika menggunakan Investment Surplus berpengaruh positif signifikan</p>
9.	Tang <i>et al.</i> , (2020) CEO Characteristics Enhancing the Impact of CEO Overconfidence on Firm Value After Mergers and Acquisitions—A Case Study in China	<p>Dependen: Nilai Perusahaan (Tobin's Q)</p> <p>Independent: Managerial overconfidence, Net Cash Flow, Leverage, Profitability, Size, Book Value of Equity</p>	<p>Analisis Regresi</p> <p>Sampel pada penelitian ini adalah perusahaan di Cina yang bersumber dari China Stock Market and Accounting Research Database (CSMAR). Penelitian ini dilakukan pada periode tahun 2008 hingga 2015. Alasan</p>	Studi ini menemukan bahwa CEO <i>overconfident</i> memiliki dampak positif pada nilai perusahaan setelah merger dan akuisisi. Studi ini juga menunjukkan bahwa kepercayaan berlebihan di antara CEO dapat membantu menjelaskan keputusan merger dan akuisisi serta kemungkinan mengejar akuisisi. CEO muda juga ditemukan secara signifikan meningkatkan nilai perusahaan setelah merger dan akuisisi, sementara CEO wanita ditemukan

No.	Nama peneliti/Judul penelitian	Variabel/Indikator	Metode Penelitian	Hasil Penelitian
			periode 2008 hingga 2015 dipilih adalah karena setelah krisis keuangan global tahun 2008, Cina telah menjadi negara terbesar kedua dalam hal cadangan devisa.	lebih menolak risiko bila dibandingkan dengan rekan-rekan pria mereka, dengan leverage yang lebih rendah dan volatilitas yang lebih rendah di perusahaan mereka jika dibandingkan untuk perusahaan yang dijalankan oleh CEO pria.
INVESTASI DAN NILAI PERUSAHAAN				
1.	Del Brio <i>et al.</i> , (2003) <i>Investment and firm value: an analysis using panel data</i>	Dependen : Nilai Perusahaan : Tobin's Q Independen : Investment, Cash Flow, Free Cash Flow, Debt	Analisis Regresi Sampel : 133 Perusahaan non keuangan di Spanyol security Exchange	1. Hasil penelitian menunjukkan tingkat investasi terhadap nilai perusahaan mempunyai pengaruh positif yang signifikan. 2. Menguatkan teori free cash flow, terjadinya penurunan nilai perusahaan untuk investasi dengan free cash flow yang tinggi
2.	Rizqia & Sumiati, (2013) <i>Effect of managerial ownership, financial leverage, profitability, firm size, and investment opportunity on dividend policy and firm value.</i>	Dependen : Nilai Perusahaan : Tobin's Q Independen : Kepemilikan Manajerial, Financial Leverage, Profitabilitas, ukuran Perusahaan, dan Peluang Investasi Intervening : Dividend Policy	Analisis Regresi Sampel : perusahaan Manufaktur di BEI 2006-2011 (diambil hanya 15 perusahaan)	Kepemilikan manajerial, leverage keuangan, profitabilitas, ukuran perusahaan, dan peluang investasi, berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
3.	López-Iturriaga & Rodríguez-Sanz, (2001) <i>Ownership structure, corporate value and firm investment: A simultaneous equations analysis of Spanish companies.</i>	Dependen : Nilai Perusahaan : Tobin's Q Independen : Keputusan Investasi, Struktur Kepemilikan	Analisis Regresi Sampel : 140 perusahaan Spanyol non-keuangan yang berdagang di pasar modal Spanyol periode 1991-1997	Struktur Kepemilikan dan keputusan investasi, berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
4.	Chung <i>et al.</i> , (1998) <i>Investment opportunities and market reaction to</i>	Dependen : Nilai Perusahaan : Tobin's Q, Abnormal Return Independen :	Analisis Regresi Sampel : 425 perusahaan yang tergabung dalam	Keputusan Investasi perusahaan menentukan reaksi harga saham. Hal ini berarti bahwa keputusan investasi berpengaruh

No.	Nama peneliti/Judul penelitian	Variabel/Indikator	Metode Penelitian	Hasil Penelitian
	<i>capital expenditure decisions.</i>	Keputusan Investasi, Tanggal Pengumuman Investasi	Nexis/Lexis periode 1981-1995	positif terhadap nilai perusahaan.
5.	Fama, (1978) <i>The effects of a firm's investment and financing decisions on the welfare of its security holders.</i>	Dependen : Nilai Perusahaan : <i>Market Value</i> Independen : Keputusan Investasi, Struktur Modal	Analisis Regresi Sampel : 425 perusahaan yang tergabung dalam Nexis/Lexis periode 1981-1995	1. Hasil penelitian menunjukkan struktur modal tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. 2. Keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
STRUKTUR MODAL DAN NILAI PERUSAHAAN				
1.	Chowdhury & Chowdhury, (2010) <i>Impact of capital structure on firm's value: Evidence from Bangladesh</i>	Dependen : Nilai Perusahaan : Harga saham, MVE, BV Independen : Struktur Modal : DAR, DER Kontrol: EPS, DPS, Net sales , NPM	Analisis Regresi Sampel: Perusahaan Dhaka Stock Exchange dan Bursa Saham Chittagong, Bangladesh (diambil 4 sektor industry)	Struktur modal mempunyai pengaruh positif yang signifikan terhadap nilai perusahaan, ketika dikelompokkan berdasarkan industri
2.	Antwi <i>et al.</i> , (2012) <i>Capital Structure and Firm Value: Empirical Evidence from Ghana</i>	Dependen : Nilai Perusahaan, PER, PBV Independen : Struktur Modal (DAR, DER)	Analisis Regresi Sampel: 34 perusahaan yang dikutip di Ghana Stock Exchange (GSE) untuk tahun yang berakhir pada 31 Desember 2010	Dalam ekonomi yang sedang tumbuh seperti Ghana, ditemukan bahwa modal ekuitas dan hutang jangka panjang berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan
3.	Kodongo <i>et al.</i> , (2015) <i>Capital structure, profitability and firm value: panel evidence of listed firms in Kenya</i>	Dependen : Nilai perusahaan : Tobin's Q dan PER Independen : Struktur modal : LDAR, LDER Kontrol : Firm size, Asset tangibility, growth, sales growth	Analisis Regresi Sampel : Perusahaan yang terdaftar di Kenya periode 2002-2011	1. Struktur Modal berpengaruh secara negatif dan signifikan terhadap profitabilitas 3. 2. Struktur modal tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan
4.	Loncan & Caldeira, (2014) <i>Capital Structure, Cash Holdings and Firm Value: a Study of Brazilian Listed Firms</i>	Dependen : Nilai perusahaan ; <i>market to equity value</i> Intervening : Cash Holding Independen : Struktur modal (LDAR dan LDER)	Analisis Regresi Sampel: Perusahaan non keuangan yang listing di Brazilian Stock Market periode 2002-2012	1. Hutang jangka pendek dan jangka panjang berpengaruh negatif terhadap cash holding 2. Hutang jangka pendek dan jangka panjang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. 3. Cash holding berpengaruh positif

No.	Nama peneliti/Judul penelitian	Variabel/Indikator	Metode Penelitian	Hasil Penelitian
				terhadap nilai perusahaan
5.	Aggarwal & Padhan, (2017) <i>Impact of Capital Structure on Firm Value: Evidence from Indian Hospitality Industry</i>	Dependen : Nilai Perusahaan (PBV, <i>market capitalization, value/MVE</i> Independen : Struktur Modal :LDAR, LDER Kontrol : Kualitas perusahaan (Skor Altman Z), Size, Likuiditas, Makroekonomi	Analisis Regresi Sampel: perusahaan yang listing di BSE sektor Perhotelan di India periode 2001-2015	1. Variabel Struktur modal, kualitas perusahaan, likuiditas, size, dan pertumbuhan ekonomi berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan 4. Teori struktur modal Modigliani Miller tidak relevan dan tidak berlaku untuk sektor perhotelan di India
KEBIJAKAN DIVIDEN DAN NILAI PERUSAHAAN				
1.	Anton, (2016) <i>The Impact of Dividend Policy on Firm Value. A panel Data Analysis of Romanian Listed Firms</i>	Dependen : Nilai perusahaan : Tobin's Q Independen: kebijakan dividen : DPR Kontrol : debt ratio, firm size, liquidity, profitability	Analisis Regresi Sampel: 63 perusahaan non keuangan yang terdaftar di bursa efek Bucharest periode 2001-2011	1. Kebijakan Dividen secara positif mempengaruhi nilai perusahaan 5. Leverage dan ukuran perusahaan memiliki efek positif pada nilai perusahaan
2.	Rehman, (2016) <i>Impact of Capital Structure and Dividend Policy on Firm Value</i>	Dependen : Nilai perusahaan : tobin's Q Independen : Struktur modal dan kebijakan dividen (IDAR, DER dan EPS, DTA)	Analisis Regresi Sampel: perusahaan KSE non keuangan periode 2006-2013 di Pakistan	1. Jumlah variabel struktur modal dan . kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. 2. Analisis penelitian menyetujui hipotesis pecking order theory dan trade off theory dalam hal struktur modal, dan teori signaling dalam hal kebijakan dividen
3.	Ochieng, (2016) <i>The Effect of Dividend Policy on The Value of Firms Listed at The Nairobi Securities Exchange</i>	Dependen : Nilai perusahaan : Tobin's Q Independen: kebijakan Dividen :DPR Kontrol : Debt dan Size	Analisis Regresi Sampel: 65 perusahaan yang listing di NSE periode 2011-2015	1. Kebijakan dividend an ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. 2. Rasio hutang berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan
4.	Giang & Tuan, (2016) <i>Financial Performance, Dividend Payment</i>	Dependen : Nilai Perusahaan : <i>Market value /Capitalization value/MVE</i> Independen : Financial	Analisis Regresi Sampel : 17 Perusahaan industry makanan dan	1. Pengendalian biaya produksi yang efisien akan meningkatkan nilai perusahaan. 2. RasioHutang berpengaruh negatif

No.	Nama peneliti/Judul penelitian	Variabel/Indikator	Metode Penelitian	Hasil Penelitian
	<i>and Firm Value An Exploratory Research on Vietnam Listed Firms in the Food and Drink Industry</i>	Performance ROA, ROE dan Kebijakan Dividen DPR, DPS	minuman di Vietnam periode 2010-2014	terhadap nilai perusahaan. 3. Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
5.	Budagaga, (2017) <i>Dividend Payment and its Impact on the Value of Firms Listed on Istanbul Stock Exchange: A Residual Income Approach</i>	Dependen : Nilai Perusahaan : <i>Market equity value MVE, Book value of equity,</i> Independen : <i>Dividen total asset, Cash, DPR, DPS Abnormal return</i>	Analisis Regresi Sampel : 44 perusahaan yang terdaftar bursa efek Istanbul/ISE periode 2007-2015	Terdapat hubungan yang positif dan signifikan antara pembayaran dividend an nilai perusahaan, dan hasil cenderung mendukung Agency cost daripada hipotesis teori signaling.
6.	Nwamaka & Ezeabasili, (2017) <i>Effect of Dividend Policies on Firm Value: Evidence from quoted firms in Nigeria</i>	Dependen : Nilai perusahaan : <i>Market Equity /MVE</i> Independen : Kebijakan dividen : DPS dan EPS, DTA, DY Data Primer : kuisioner 120 pertanyaan dengan skala linkert 1-5	Analisis Regresi Kuadrat terkecil (untuk data primer) dan Analisis Regresi Berganda (untuk data sekunder) Sampel: 10 perusahaan periode 1995-2015 di Nigerian Stock Exchange	Menunjukkan relevansi dividen, dividen sebagai model pensinyalan dan membuktikan bahwa nilai perusahaan dipengaruhi secara positif signifikan oleh kebijakan dividen sejauh hanya terbatas pada perusahaan publik.

Teori keuangan *traditional finance* atau *standard finance* mengungkapkan sebuah hipotesis yaitu mengenai *efficient market hypothesis* yang dikembangkan oleh Fama, (1965), beranggapan bahwa di pasar yang efisien harga atas suatu sekuritas yang terbentuk merupakan cerminan dari semua informasi yang tersedia dan relevan tentang sekuritas tersebut. Namun teori ini tidak mampu memberikan penjelasan tentang sejumlah ketidakkonsistenan (*anomaly*) yang terjadi di pasar modal. Menyadari ketidakmampuan teori *traditional finance* untuk menjelaskan *anomaly* dalam fenomena pasar uang dan pasar modal, maka para peneliti keuangan mulai mengkaitkan fenomena yang ada dengan aspek perilaku (*behavioral finance*). Trend penelitian *behavioral finance* yang dihubungkan dengan kebijakan perusahaan adalah munculnya perilaku *overconfident* CEO yang berperan dalam pengambilan kebijakan dalam perusahaan. Kebijakan-kebijakan yang diambil tersebut akan berdampak pada nilai perusahaan (Dashtbayaz & Mohammadi, 2016a; Fairchild, 2009; Foroghi & Moazeni, 2018;

Kang *et al.*, 2017; Kasiani *et al.*, 2015; Sadaqat *et al.*, 2018; Slothouber, 2010; Tang *et al.*, 2020; Velde, 2017).

Roll, (1986), memverifikasi hubungan antara *overconfident* dan risiko. Sebagian besar ilmuwan percaya bahwa sumber utama *overconfident* adalah timbul dari harga diri seseorang untuk mengurangi kecemasan. Hal tersebut menjadi biasa bagi orang untuk melebih-lebihkan kemampuan mereka dengan menjadi *overconfident* (Kahneman & Tversky, 1973; Fischhoff *et al.*, 1977). Malmendier & Tate, (2005a, 2005b, 2008) menunjukkan bahwa sensitivitas investasi terhadap arus kas adalah yang terkuat di mana *overconfidence* akan terlihat ketika terjadi keputusan akuisisi disaat perusahaan memiliki sumber daya internal yang mencukupi. Jadi, *overconfidence* di antara CEO dapat menjadi faktor kunci dalam membantu menjelaskan keputusan merger dan akuisisi, seperti keputusan dalam investasi (Ben-David *et al.*, 2007a; Ben-David & Hirshleifer, 2012; Dashtbayaz & Mohammadi, 2016a; Galasso & Simcoe, 2011; Malmendier *et al.*, 2011; Malmendier & Tate, 2005a, 2005b, 2008; Pikulina *et al.*, 2017; Wu & Liu, 2011; Yu, 2014), keputusan struktur modal (Antwi *et al.*, 2012; Barros & Silveira, 2007; Rihab & Lotfi, 2016; Ben-David *et al.*, 2007a; Chowdhury & Chowdhury, 2010; Diba, 2012; Fedyk, 2014; Malmendier & Tate, 2008; Oliver, 2005a; Park & Kim, 2009), keputusan dalam pembagian keuntungan (dividen) (Ben-David *et al.*, 2007a; Cordeiro, 2011; Deshmukh *et al.*, 2008, 2013b; Ma & Liu, 2017; Malmendier & Tate, 2015; Wu & Liu, 2011). Keputusan-keputusan keuangan yang dilakukan oleh CEO tersebut akan berdampak pada nilai perusahaan (Ben-David *et al.*, 2013; Campbell & Turner, 2011; Dashtbayaz & Mohammadi, 2016a; Foroghi & Moazeni, 2018; Goel & Thakor, 2008; Hackbarth, 2009; Malmendier & Tate, 2008; Sadaqat *et al.*, 2018).

Chen, (2018); Kahneman & Tversky, (1973); Fischhoff *et al.*, (1977), meneliti berbagai aspek mengenai pengaruh CEO *overconfident* pada perusahaan, termasuk: kinerja perusahaan, perilaku investasi perusahaan, dewan direksi, dan kompensasi CEO di pasar negara berkembang atau lainnya. Adam *et al.*, (2015); dan Detzler & Machuga, (2002) menunjukkan bahwa manajer yang terlalu percaya diri memiliki pengaruh yang nyata dan positif terhadap keputusan bisnis dan perspektif manajemen risiko dan cenderung terlibat dalam pengambilan

keputusan perusahaan yang terkait dengan pengambilan risiko. Doukas & Petmezas, (2007), menggunakan frekuensi merger dan akuisisi bersama dengan informasi perdagangan orang dalam sebagai pengukuran dari kepercayaan manajerial. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *overconfident* adalah salah satu faktor yang berhubungan dengan kinerja perusahaan pada transaksi merger dan akuisisi. Brown & Sarma, (2007), menunjukkan korelasi antara *overconfident* dan peluang untuk terlibat dalam merger dan akuisisi, sehingga berdampak pada nilai perusahaan. Tang *et al.*, (2020), mengungkapkan bahwa perilaku *overconfident* CEO secara signifikan, lebih mungkin untuk melakukan diversifikasi dan terlibat dalam merger, akuisisi dan keputusan perusahaan lainnya.

2.3 Kerangka Konseptual dan Hipotesis Penelitian

2.3.1 Hubungan antar variabel dan hipotesis penelitian

1. Pengaruh perilaku *overconfident* CEO terhadap nilai perusahaan

Penelitian mengenai pengaruh perilaku *overconfident* CEO terhadap nilai perusahaan secara empiris masih sedikit. Ye & Yuan, (2008), menerbitkan makalah yang mempelajari pengaruh perilaku *overconfident* CEO terhadap nilai perusahaan, dan menemukan pengaruh positif antara perilaku *overconfident* CEO terhadap nilai perusahaan. Jika suatu perusahaan berkinerja tinggi, para CEO menghubungkan kesuksesan ini dengan kinerja mereka sendiri dan juga menjadi lebih percaya diri tentang kesuksesan di masa depan. Dalam penelitian ini juga ditemukan bahwa efek dari perilaku *overconfident* CEO terhadap nilai perusahaan positif pada awalnya, dan berubah negatif setelah mencapai titik tertentu. Temuan ini mengkonfirmasi studi sebelumnya karena terdapat hubungan berbentuk U antara perilaku *overconfident* CEO dan nilai perusahaan, artinya tingkat *overconfident* CEO yang optimal dapat memaksimalkan nilai perusahaan.

Velde, (2017), mengungkapkan bahwa efek keseluruhan dari perilaku *overconfident* CEO pada nilai perusahaan masih kontroversial. Hal ini mempengaruhi beberapa kebijakan secara positif, kemudian secara negatif mempengaruhi yang lain. Sebagian besar penelitian menunjukkan bukti, bahwa CEO yang *overconfident* akan melakukan kinerja yang lebih baik untuk menghindari kerugian. Beberapa penelitian juga menunjukkan bahwa adanya

kemungkinan tentang tingkat kepercayaan manajerial yang optimal dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Penelitian Slothouber, (2010), menunjukkan bahwa perilaku *overconfident* CEO mempunyai pengaruh positif dan signifikan pada nilai perusahaan dan sebagian besar efek positif dari perilaku *overconfident* CEO yang tinggi pada nilai perusahaan adalah karena inovasi yang lebih besar dan biaya hutang yang lebih rendah. Slothouber menggunakan model yang digunakan oleh Fairchild, (2009); Hackbarth, (2009), dengan hasil yang konsisten bahwa perilaku *overconfident* CEO meningkatkan nilai perusahaan. Hasil yang sama juga ditemukan pada penelitian Kang *et al.*, (2017); Velde, (2017). Mereka menarik kesimpulan bahwa, perilaku *overconfident* CEO dapat menyebabkan kebijakan yang akurat dan sesuai pada keputusan investasi dan meningkatkan pengembalian perusahaan. Berdasarkan penjelasan tersebut, dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₁: Perilaku *overconfident* CEO berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

2. Pengaruh perilaku *overconfident* CEO terhadap keputusan struktur modal

Fairchild, (2009), mengungkapkan bahwa perilaku *overconfident* CEO selalu mengarah ke tingkat hutang perusahaan yang lebih tinggi sehingga menimbulkan biaya keuangan yang lebih tinggi, dan akibatnya akan merusak nilai perusahaan. Ketika model ini diperluas dan memasukkan moral hazard, diperoleh hasil bahwa perilaku *overconfident* CEO dapat merusak nilai perusahaan. Ada *trade-off* antara CEO yang mengambil lebih banyak proyek dan biaya kesulitan keuangan yang lebih tinggi terkait dengan tingkat hutang yang lebih tinggi.

Rihab & Lotfi, (2016), mengkonfirmasi asumsi bahwa perilaku *overconfident* CEO berpengaruh positif signifikan dengan tingkat hutang. Manajer yang *overconfident* akan melebih-lebihkan profitabilitas perusahaan dan lebih memilih hutang dibandingkan ekuitas, karena menganggap ekuitas perusahaan mereka sangat rendah nilainya. Manajer yang *overconfident* percaya bahwa volatilitas arus kas perusahaan lebih rendah dari sebelumnya dan karena itu meremehkan ekspektasi biaya kebangkrutan dan akan mengambil lebih banyak hutang (Hackbarth, 2009; Heaton, 2002). Velde, (2017), mengungkapkan bahwa

perilaku *overconfident* CEO menyebabkan tingkat utang yang lebih tinggi dan biaya keuangan yang lebih tinggi, selain itu mereka enggan menangani pembiayaan eksternal, efek dari perilaku *overconfident* CEO terhadap *leverage* dapat merusak nilai perusahaan.

Beberapa penelitian yang mengkaji tentang pengaruh perilaku *overconfident* CEO terhadap struktur modal adalah Antwi *et al.*, (2012); Barros & Silveira, (2007); Ben-David *et al.*, (2007b); Chowdhury & Chowdhury, (2010); Diba, (2012); Fedyk, (2014); Malmendier & Tate, (2008); Oliver, (2005a); Park & Kim, (2009). Penelitian tersebut menunjukkan bahwa perilaku *overconfident* CEO berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal, semakin tinggi tingkat *overconfident* CEO/manajer maka akan meningkatkan pembiayaan melalui hutang. Dibawah manajemen yang *overconfident*, periode jatuh tempo dari struktur hutang akan berkurang ketika perusahaan mampu meningkatkan laba (Purhanudin & Zakaria, 2015). Perusahaan dengan CEO yang *overconfident* cenderung mengadopsi jatuh tempo struktur hutang yang lebih pendek, dengan menggunakan proporsi yang lebih tinggi pada hutang jangka pendek (Huang *et al.*, 2016).

H₂: Perilaku *overconfident* CEO berpengaruh positif signifikan terhadap keputusan struktur modal.

3. Pengaruh perilaku *overconfident* CEO terhadap keputusan investasi

Gervais & Odean, (2001) mengungkapkan bahwa tingkat *overconfident* dapat mengurangi kekhawatiran kurangnya investasi dan menghindari biaya kesulitan keuangan yang terlalu tinggi. Berbeda dengan Hackbarth, (2009), mengungkapkan bahwa CEO yang *overconfident* enggan untuk menerbitkan hutang, terutama ekuitas karena menurut mereka perusahaannya akan diremehkan oleh investor, CEO yang *overconfident* cenderung kurang berinvestasi karena mereka menghindari pembiayaan eksternal dan terlibat dengan lebih banyak proyek, karena mereka lebih-lebihkan pengembalian proyek di masa depan dan meremehkan risiko. Goel & Thakor, (2008), menyampaikan bahwa ada titik optimal dari *overconfident*. CEO yang *overconfident* lebih bersedia untuk terlibat dalam proyek berisiko untuk mengurangi masalah kurangnya investasi dan

meningkatkan nilai perusahaan, akan tetapi perilaku *overconfident* menyebabkan mereka mengambil terlalu banyak proyek dengan NPV negatif.

Pikulina *et al.*, (2017), mengungkapkan hubungan positif dan signifikan antara perilaku *overconfident* CEO dan investasi. Pada metode eksperimental, Pikulina *et al.*, (2017), membagi tingkat *overconfident* CEO terhadap pengambilan keputusan investasi menjadi beberapa tingkat antara lain; *higher overconfident* (tinggi) menghasilkan tingkat investasi yang lebih tinggi, *moderate overconfident* (sedang) masih menguntungkan dan mengarah pada investasi yang akurat, *extreme overconfident* (sangat tinggi) dan *underconfident* (rendah) menimbulkan biaya yang tinggi pada pengambilan keputusan perusahaan. Ben-David *et al.*, (2007b), menemukan bahwa perilaku *overconfident* CEO berpengaruh positif dan signifikan terhadap investasi, pengujian perilaku *overconfident* CEO terhadap kebijakan investasi perusahaan dilakukan dengan menggunakan metode survei. Mereka menemukan hasil bahwa, perusahaan yang dipimpin oleh manajer yang *overconfident* akan memiliki tingkat investasi yang tinggi, sering melakukan akuisisi, memiliki tingkat hutang yang tinggi, jarang membagikan dividen dan lebih suka melakukan *stock repurchase*. Penelitian ini sejalan dengan Malmendier, (2004); Malmendier & Tate, (2001, 2002, 2003, 2005a, 2005b, 2008), yang mendapatkan hasil bahwa terdapat hubungan positif yang signifikan antara perilaku *overconfident* CEO terhadap sensitivitas investasi pada arus kas. Malmendier *et al.*, (2011), menguji pengaruh bias manajemen terhadap kebijakan perusahaan. Mereka menemukan bahwa manajer yang *overconfident* akan menunjukkan tiga kecenderungan, yang pertama adalah investasi berlebihan (*overinvestment*). Kedua, kecenderungan untuk melakukan merger dan akuisisi yang tidak memberi nilai tambah bagi perusahaan, dan yang ketiga adalah kecenderungan menggunakan hutang daripada menerbitkan ekuitas. Yu, (2014), menegaskan bahwa perilaku *overconfident* CEO dan investasi berlebihan bisa dijelaskan sebagai hasil keseimbangan. Penelitian Hirshleifer *et al.*, (2012), menunjukkan bahwa interaksi antara penghindaran risiko dan perilaku *overconfident* CEO memainkan peran penting dalam mengejar proyek inovatif.

H₃: Perilaku *overconfident* CEO berpengaruh positif signifikan terhadap keputusan investasi.

4. Pengaruh perilaku *overconfident* CEO terhadap kebijakan dividen

Teori *signaling* Lintner, (1956), menyatakan bahwa keputusan perusahaan untuk membagikan dividen merupakan sebuah sinyal bagi perusahaan untuk menunjukkan keoptimisan dan keyakinan mereka kepada investor terhadap prospek perusahaan di masa depan. Pada perkembangannya, banyak peneliti yang meragukan asumsi yang dikemukakan teori *signaling* sebagai alasan perusahaan membagikan dividen, seperti pada penelitian Grullon *et al.*, (2002, 2005); dan Benartzi, (1997) yang menemukan bahwa perubahan kenaikan dividen, tidak dapat dipakai untuk memprediksi adanya kemungkinan kenaikan laba perusahaan, atau kenaikan pada kinerja operasi perusahaan, hasil penemuan ini membantah asumsi yang dikemukakan oleh teori *signaling*.

Allen & Michaely, (2003) mencatat bahwa pasar rata-rata bereaksi positif terhadap pengumuman kenaikan dividen dan negatif terhadap pengumuman penurunan dividen. Penjelasan paling umum untuk reaksi ini adalah hipotesis pensinyalan. Dividen yang lebih tinggi diumumkan oleh manajer untuk memberi sinyal arus kas masa depan yang lebih tinggi, dan pendapatan yang lebih tinggi mengikuti dividen yang lebih besar. Mereka menyimpulkan bahwa, jika perusahaan menggunakan dividen sebagai sinyal, sinyal tersebut bukan tentang pertumbuhan pendapatan atau arus kas di masa depan. Hal ini menunjukkan bahwa dividen dapat menyampaikan informasi tentang perilaku *overconfident* CEO. Tindakan CEO berdasarkan pada interpretasinya terhadap sinyal yang ditentukan, tidak hanya oleh sinyalnya sendiri tetapi juga oleh perilaku *overconfident* CEO. Pengumuman dividen menyampaikan informasi tambahan kepada pasar tentang peluang investasi perusahaan dan juga tentang perilaku *overconfident* CEO. Malmendier & Tate, (2005a, 2005b); Malmendier *et al.*, (2007), memberikan implikasi yang menarik dan penting untuk kebijakan dividen. Preferensi CEO yang *overconfident* lebih mengutamakan menggunakan dana internal daripada eksternal. Hal ini menunjukkan bahwa CEO yang *overconfident* cenderung mengadopsi pembayaran dividen yang lebih rendah untuk meningkatkan ketersediaan dana internal.

Penelitian yang dilakukan oleh Ben-David *et al.*, (2007b), mengatakan bahwa perilaku *overconfident* CEO berpengaruh negatif dan signifikan terhadap

kebijakan dividen. Hal ini menunjukkan, bahwa CEO yang *overconfident* akan mengurangi pembagian dividen karena mereka yakin bahwa perusahaan memiliki kesempatan untuk melakukan investasi di masa depan. Malmendier & Tate, (2015), menemukan bahwa sebagian besar eksekutif perusahaan teratas menunjukkan gejala *overconfident* dalam keputusan mereka dan CEO yang *overconfident* akan membayar lebih sedikit dividen dan tidak bergantung pada keuangan berbasis ekuitas eksternal. Cordeiro, (2011); Deshmukh *et al.*, (2008, 2013a); Wu & Liu, (2011) mengungkapkan bahwa perilaku *overconfident* CEO berpengaruh negatif dan signifikan terhadap pembayaran dividen. Berdasarkan pada uraian ini maka rumusan hipotesis selanjutnya adalah:

H4: Perilaku *overconfident* CEO berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen.

5. Pengaruh keputusan struktur modal terhadap nilai perusahaan

Teori struktur modal dalam pendekatan tradisional berpusat pada pandangan struktur modal yang optimal dalam pengaruhnya terhadap peningkatan nilai perusahaan. Oleh karena itu, keputusan struktur modal bersifat dinamis sesuai dengan kebutuhan perusahaan untuk mendapatkan nilai perusahaan yang optimal yang sering diprosikan dengan pendekatan laba bersih. Perusahaan dapat meningkatkan nilai total perusahaan dengan menggunakan sejumlah hutang (*financial leverage*). *Irrelevance theory* yang diungkapkan oleh Modigliani & Miller, (1958) menyatakan bahwa sebagian besar penelitian berfokus pada pengujian implikasi dari tiga pandangan utama struktur modal, yaitu model *trade-off* klasik, di mana perusahaan mengikuti struktur modal target yang menyeimbangkan biaya dan manfaat dari hutang; teori keagenan, di mana biaya agensi ditambahkan ke daftar biaya dan manfaat dari hutang; dan hipotesis *pecking order*, di mana perusahaan mematuhi hierarki pembiayaan yang dirancang untuk meminimalkan pilihan biaya yang merugikan untuk menerbitkan sekuritas. Pendekatan baru untuk merasionalisasi keputusan struktur modal mencakup waktu pasar atau efek strategis dari pembiayaan. Banyak ditemukan penelitian yang mendukung tiga teori utama struktur modal antara lain Bradley *et*

al., (1984); Frank & Goyal, (2009); Friend & Lang, (1988); Long & Malitz, (1985); Marsh, (1982); Titman & Wessels, (1988).

Modigliani & Miller, (1958) menyatakan bahwa nilai pasar suatu perusahaan tidak tergantung pada struktur modalnya. Jika perusahaan tidak memberikan pengembalian yang diperlukan, maka individu dapat memperoleh pengembalian yang diinginkan dengan membuat portofolio sintetis. Banyak peneliti berpendapat bahwa teori struktur modal tidak relevan oleh Modigliani & Miller, (1958) tidak dapat diterima dan mereka terus-menerus menentanginya. Barendsen *et al.*, (1963) berpendapat bahwa struktur modal optimal merupakan tingkat utang tertentu di mana biaya marjinal untuk meningkatkan hutang marjinal harus lebih besar dari, atau sama dengan biaya rata-rata modal. Warner, (1977) membuktikan secara empiris bahwa perusahaan dengan pendapatan sangat fluktuatif memiliki hutang lebih sedikit dan perusahaan yang lebih terdiversifikasi memiliki hutang lebih banyak, yang disebabkan adanya perbedaan biaya kebangkrutan. Ditegaskan juga oleh Warner, (1977) bahwa perusahaan tidak boleh meminjam "sebanyak mungkin" dan bertindak secara rasional dengan mencocokkan jatuh tempo aset dan hutang.

Sebuah tinjauan tentang teori struktur modal oleh Harris & Raviv, (1991) menunjukkan bahwa terlepas dari *Trade Off Theory*, teori struktur modal terbagi menjadi dua dimensi yaitu teori agensi dan informasi asimetris yang timbul karena konflik kepentingan dalam kepemilikan aset. Menelusuri perkembangan dalam teori keuangan, Weston, (1981) menyebutkan bahwa para peneliti telah mengidentifikasi tiga penyebab masalah keagenan yang disebabkan oleh pemegang saham yang mendapatkan biaya dari *debtholders*. Teori keagenan menyatakan bahwa struktur modal yang optimal untuk perusahaan merupakan *tradeoff* antara biaya agensi hutang dan manfaat dari hutang. Jensen & Meckling, (1976), mengungkapkan asimetri informasi yang mengarah pada pengembangan teori *pecking order* oleh (Myers, 1984). Menurut Myers, (1984), manajer perusahaan menggunakan informasi pribadi untuk transaksi sekuritas dan memiliki preferensi pertama untuk dana internal, kemudian hutang dan ekuitas. Penggunaan hutang, ekuitas atau laba ditahan juga memberikan sinyal pada operasi perusahaan dan berdampak pada meningkatnya nilai perusahaan.

Sejak kemunculan teori MM, konsep struktur modal mendapat perhatian besar dan memunculkan teori-teori baru yang berkaitan dengan struktur modal. Modigliani & Miller, (1958) dengan *financial leverage* (hutang) maka nilai perusahaan akan diperhitungkan. Dengan kata lain penggunaan hutang memberikan keuntungan yaitu biaya bunga hutang dapat digunakan untuk mengurangi pajak. Akibatnya, jumlah pendapatan yang diterima kreditor dan pemegang saham pada perusahaan yang memiliki hutang akan lebih besar daripada perusahaan tanpa hutang. Selain itu, perusahaan yang memiliki hutang akan memiliki nilai pasar yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan tanpa hutang. Menurut Fama & French, (2002) struktur modal yang optimal dapat diidentifikasi melalui manfaat pengurangan pajak bunga hutang dan biaya kebangkrutan. Konsep *trade off in balancing theory* adalah menyeimbangkan manfaat dan biaya penggunaan hutang dalam suatu struktur modal sehingga disebut juga teori *trade-off*. Teori *pecking order* menyatakan bahwa perusahaan lebih suka menggunakan dana internal daripada modal hutang dan menjelaskan bahwa perusahaan menggunakan dana internal pada awalnya, kemudian menerbitkan hutang dan akhirnya mengeluarkan modal saham.

H5: Keputusan struktur modal berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

6. Pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan

Goel & Thakor, (2008); Heaton, (2002); Malmendier & Tate, (2005a, 2005b); dan Goel & Thakor, (2008), menyampaikan tiga keputusan utama dalam keuangan perusahaan melibatkan investasi, pembiayaan, dan manajemen modal kerja. Keputusan investasi yang bijak, seperti proyek dengan *Net Present Value* (NPV) positif, dapat meningkatkan nilai perusahaan. Manajer *overconfident* cenderung berinvestasi lebih kecil (<) dari tingkat optimal, atau lebih besar (>) dari tingkat optimal; fenomena ini disebut, terlalu sedikit investasi dan terlalu banyak investasi. Atribut manajer dan bias perilaku dapat memengaruhi keputusan investasi dan nilai perusahaan. Literatur ini juga menunjukkan bahwa manipulasi sistematis langkah-langkah kinerja oleh orang dalam akan memicu investasi yang berlebihan. Bergstresser *et al.*, (2006) menemukan bahwa manipulasi laba yang

berasal dari motivasi manajerial memiliki pengaruh yang signifikan terhadap keputusan investasi manajerial.

Dalam dunia pasar modal yang tidak sempurna, keputusan pendanaan dan investasi tidak independen, sebagai contoh yaitu arus kas internal dapat mempengaruhi kebijakan investasi dengan pertimbangan kendala keuangan (Fazzari *et al.*, 1987; Kaplan & Zingales, 1997). Mekanisme tata kelola perusahaan juga mempengaruhi sensitivitas antara investasi dan arus kas (Almeida & Campello, 2001; Hsu *et al.*, 2017). Lebih lanjut, informasi asimetris atau konflik keagenan dapat mengarah pada kurangnya investasi atau investasi berlebihan (Jensen, 1986; Stulz, 1990). Jika investasi berlebih terjadi, investasi tambahan dapat menurunkan nilai pasar, karena investasi berlebih dapat mengurangi nilai perusahaan (Faulkender & Wang, 2006; Pinkowitz *et al.*, 2005). Morgado & Pindado, (2003) menyatakan bahwa hubungan antara investasi dan nilai perusahaan adalah kuadratik daripada linier, tergantung pada kualitas peluang investasi.

Keputusan investasi merupakan salah satu tindakan perusahaan untuk eksis dalam persaingan antar perusahaan dalam industri. Investasi merupakan keputusan yang sangat penting bagi perusahaan karena berhubungan langsung dengan pencapaian tujuan perusahaan untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Hal ini berarti bahwa keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (Fama, 1978; Myers, 1977). Hal ini menunjukkan bahwa pertimbangan kualitas keputusan investasi dalam pengambilan keputusan belanja modal dapat menentukan reaksi harga saham (Chung *et al.*, 1998). Keputusan investasi merupakan faktor penting dalam fungsi keuangan perusahaan. Hal ini berarti bahwa keputusan investasi merupakan hal penting untuk mencapai tujuan perusahaan yaitu memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Tujuan dari keputusan investasi adalah untuk memperoleh tingkat keuntungan yang tinggi dengan tingkat risiko tertentu. Keuntungan yang tinggi disertai dengan risiko yang dapat dikelola, diharapkan dapat meningkatkan nilai perusahaan, sehingga dapat meningkatkan kekayaan pemegang saham. Hal ini berarti bahwa keputusan investasi dapat meningkatkan nilai perusahaan (López-Iturriaga & Rodríguez-Sanz, 2001; Del Brio *et al.*, 2003; Rizqia & Sumiati, 2013).

Menurut Fama, (1978), nilai perusahaan semata-mata dipengaruhi oleh keputusan investasi. Myers, (1977) menjelaskan keputusan investasi digunakan untuk pencapaian tujuan perusahaan. Perusahaan dengan keputusan investasi yang besar menunjukkan bahwa perusahaan memiliki prospek masa depan yang cerah. Dengan demikian, semakin tinggi keputusan investasi, semakin tinggi nilai perusahaan (Davies, 2005; López-Iturriaga & Rodríguez-Sanz, 2001).

Keputusan pendanaan berkaitan dengan keputusan perusahaan untuk membiayai investasinya dan menentukan komposisi sumber pendanaannya. Dari perspektif manajerial, inti dari fungsi pendanaan adalah bagaimana perusahaan menentukan sumber pendanaan yang optimal untuk mendanai berbagai alternatif investasi, sehingga dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Investasi adalah suatu tindakan untuk menginvestasikan dana saat ini ke dalam aktiva lancar dan aktiva tetap dengan harapan memperoleh keuntungan di masa yang akan datang (Kang *et al.*, 2017). Kegiatan investasi yang dilakukan oleh perusahaan diharapkan dapat memberikan imbal hasil yang optimal yang digunakan kembali untuk kegiatan investasi.

Berdasarkan penjelasan tersebut, dapat disimpulkan bahwa investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hal ini dapat diartikan bahwa adanya sejumlah investasi yang akan mendapat surplus jika perusahaan mampu membuat keputusan investasi yang tepat. Surplus yang diperoleh akan memberikan kontribusi terhadap *cash inflow*, kemudian diakumulasikan pada peningkatan profit perusahaan.

H₆: Keputusan investasi berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

7. Pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan

Konsep penilaian perusahaan dengan model pertumbuhan dividen (*dividend growth model*) yang dikembangkan oleh Gordon, (1959) atau yang lebih dikenal dengan Gordon Model menjelaskan perhitungan harga saham. Menurut konsep Gordon, harga saham suatu perusahaan ditentukan oleh kemampuan perusahaan untuk menghasilkan dividen bagi para pemilik dan pertumbuhan dividen dari waktu ke waktu. Konsep tersebut dikembangkan, yang kemudian dikenal dengan

model pertumbuhan konstan (*constant growth model*). Model pertumbuhan konstan (*constant growth model*) mengkaitkan nilai perusahaan dengan kemampuan perusahaan untuk berkembang (tumbuh) dimasa-masa yang akan datang. Lintner, (1956), mengidentifikasi bahwa manajemen cenderung menetapkan target *dividend payout ratio* jangka panjang. Gordon, (1959) menunjukkan bahwa investor lebih suka pendapatan yang dibayarkan sebagai dividen daripada *capital gain*, sehingga pembayaran dividen memengaruhi harga saham perusahaan. Woolridge, (1983) menganalisis perubahan dividen yang tidak terduga dan dampaknya pada nilai saham biasa dan saham preferen serta obligasi, dan menemukan bahwa pensinyalan di sekitar perubahan dividen adalah faktor utama yang mempengaruhi harga saham. Fama & French, (1998) menemukan bahwa dividen menyampaikan informasi positif tentang nilai perusahaan, hal ini berarti bahwa terdapat pengaruh positif antara dividen terhadap nilai perusahaan.

Baker & Wurgler, (2004b), meneliti teori katering dengan membangun empat harga saham berdasarkan ukuran permintaan investor untuk pembayar dividen, dan mereka menyimpulkan bahwa katering adalah penjelasan yang paling alami dan bahwa dividen sangat terkait dengan nilai saham. Yilmaz & Gulay, (2006) menemukan bahwa dividen tunai mempengaruhi harga dan volume perdagangan. Konsep penilaian ekuitas juga disampaikan oleh Shefrin & Belotti, (2007), yaitu kesempatan pertumbuhan, dalam konsep ini nilai ekuitas (harga saham) ditentukan oleh dua elemen yaitu, (1) nilai perusahaan andaikata semua laba dibagikan sebagai dividen, dan (2) *net present value* proyek yang dibiayai oleh sebagian laba yang akan datang. Semakin tinggi NPV proyek yang akan dibiayai *retained earnings* (bagian laba yang ditahan) menggambarkan semakin tingginya kesempatan tumbuh perusahaan. Semakin tinggi kesempatan tumbuh suatu perusahaan, semakin besar pula *price earnings ratio*. Shefrin & Belotti, (2007), mengatakan bahwa manajer cenderung untuk tidak lagi menetapkan *dividend payout ratio*, melainkan jumlah dividen dan tingkat pertumbuhan dividen.

Altink-Yilmaz & Akben-Selcuk, (2010) mengungkapkan bahwa peningkatan dividen menghasilkan reaksi positif, sementara penurunan dividen memiliki efek negatif. Profilet, (2013) meneliti dampak dari faktor-faktor

keuangan yang dipilih pada keseluruhan volatilitas harga sekuritas. Mereka menentukan bahwa di antara faktor-faktor lain, pembayaran dividen memiliki pengaruh positif pada volatilitas harga saham, hal ini sejalan dengan hipotesis pensinyalan. Ajanthan, (2013); Al-Yahyaee *et al.*, (2011); Kadioglu *et al.*, (2015); Majanga, (2015); Masum, (2014); Sharif *et al.*, (2015); Zakaria *et al.*, (2012) menunjukkan bahwa dividen berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

H7: Kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

8. Pengaruh perilaku *overconfident* CEO terhadap nilai perusahaan dengan keputusan struktur modal sebagai variabel mediasi

Struktur modal perusahaan adalah salah satu masalah utama dalam teori keuangan perusahaan. Teori struktur modal yang ada berdasarkan informasi asimetris biasanya memprediksi bahwa masalah ekuitas merupakan sinyal negatif tentang kinerja perusahaan. Teori *pecking-order* (Myers & Majluf, 1984), memprediksi bahwa ekuitas hanya boleh digunakan sebagai upaya terakhir. Perusahaan yang menerbitkan ekuitas akan *undervalued*, akibatnya hanya perusahaan dengan kinerja yang rendah yang dapat menerbitkan ekuitas.

Baker & Wurgler, (2004a) menemukan bahwa CEO yang *overconfident* menyiratkan urutan kekuasaan dalam keputusan keuangan. Manajer dengan bias persepsi pertumbuhan cenderung melebih-lebihkan pertumbuhan pendapatan masa depan yang dihasilkan oleh perusahaan mereka dan karenanya memandang keuangan eksternal terlalu mahal (Hackbarth, 2009). Fairchild, (2009) meneliti efek gabungan dari kepercayaan berlebihan manajerial, informasi asimetris, dan masalah moral hazard pada pilihan pendanaan manajer (utang atau ekuitas). Hasil penelitian menunjukkan bahwa dalam model informasi asimetris, kepercayaan yang berlebihan menyebabkan penggunaan hutang yang berlebihan sehingga berdampak pada kesejahteraan pemegang saham. Manajer yang *overconfident* yakin bahwa mereka memiliki kemampuan di atas rata-rata dan *underestimate* terhadap *expected cost of bankruptcy* (Hackbarth, 2009). Jika perusahaan dikelola oleh manajer yang *overconfident* maka kinerja perusahaan

akan menjadi lebih baik, sehingga memberikan sinyal positif terhadap pasar dan harga saham mengalami peningkatan. Studi empirik yang dilakukan Fairchild, (2009), mengungkapkan pengaruh positif antara perilaku *overconfident* CEO terhadap nilai perusahaan. Justifikasi temuan ini menyatakan bahwa seorang manajer *overconfident* akan *overestimate* terhadap kemampuannya, dan *underestimate* terhadap *financial distress*. Miglo, (2018) mempertimbangkan model pilihan antara berbagai jenis *crowdfunding*, yang berisi unsur-unsur pendekatan informasi asimetris dan keuangan perilaku (perilaku *overconfident* CEO). Malmendier *et al.*, (2011), menunjukkan bahwa CEO yang *overconfident* memandang pembiayaan eksternal memiliki biaya yang terlalu mahal, terutama pembiayaan ekuitas. Hal ini menyebabkan CEO yang *overconfident* menggunakan lebih sedikit keuangan eksternal dan mengeluarkan lebih sedikit ekuitas, sehingga berdampak pada nilai perusahaan. Berdasarkan pada uraian ini maka rumusan hipotesis selanjutnya adalah:

Hs: Perilaku *overconfident* CEO berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan dengan keputusan struktur modal sebagai variabel mediasi.

9. Pengaruh perilaku *overconfident* CEO terhadap nilai perusahaan dengan keputusan investasi sebagai variabel mediasi

Ye & Yuan, (2008), mempelajari pengaruh perilaku *overconfident* CEO pada nilai perusahaan. Mereka menguji bagaimana kepercayaan manajerial berdampak pada nilai perusahaan melalui keputusan investasi. Hasil temuan menunjukkan hubungan positif antara nilai perusahaan dengan perilaku *overconfident* CEO. Campbell *et al.*, (2011), dalam penelitiannya menguji dan membuktikan suatu pernyataan yang mengatakan bahwa, manajer dengan tingkat *overconfident* tinggi akan memiliki kemungkinan yang tinggi diberhentikan dari pekerjaannya, karena manajer dengan karakteristik seperti ini memiliki kebiasaan untuk melebih-lebihkan kualitas dari suatu informasi, sehingga berdampak pada investasi yang berlebihan (*overinvestment*) yang pada akhirnya dapat menghancurkan nilai perusahaan. Manajer yang ragu-ragu juga memiliki kemungkinan tinggi untuk diberhentikan dari pekerjaannya karena mereka cenderung sedikit melakukan investasi (*underinvestment*). Manajer yang dianggap dapat meningkatkan nilai

perusahaan adalah manajer dengan tingkat kepercayaan diri yang *moderate*. Hasil pengujian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh (Goel & Thakor, 2008; Hackbarth, 2009).

Velde, (2017), mengungkapkan bahwa perilaku *overconfident* CEO menunjukkan sensitivitas arus kas yang tinggi, yang dapat mengarah pada investasi yang terlalu banyak atau terlalu sedikit. Paling utama adalah investasi berlebihan sehubungan dengan merger dan akuisisi yang sangat merugikan nilai perusahaan. Dalam hal ini dana internal tidak mencukupi namun CEO yang *overconfident* tetap melakukan investasi dan berdampak pada nilai perusahaan. Berdasarkan pada uraian ini maka rumusan hipotesis selanjutnya adalah:

H₉: Perilaku *overconfident* CEO berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan dengan keputusan investasi sebagai variabel mediasi.

10. Pengaruh perilaku *overconfident* CEO terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel mediasi

Pembayaran dividen merupakan keputusan keuangan untuk membayar hadiah kepada pemegang saham atas investasi mereka. Terdapat banyak teori yang berkaitan dengan kebijakan pembayaran dividen, seperti a) *bird-in-the-hand theory* (Lintner, 1956), (b) *tax preference theory* (Gruber, 1970), (c) *dividend life cycle theory* (Mueller, 1972), (d) *dividen signaling model* (Bhattacharya, 1979), (e) *irrelevant theory* (Miller & Modigliani, 1961), (f) *agency theory* (Easterbrook, 1984), (g) *pecking order theory* (Myers, 1984), (h) *outcome* dan *substitute* model dividen (La Porta *et al.*, 2000), dan (i) *dividen catering theory* (M. Baker & Wurgler, 2004b, 2004a). Kebijakan pembayaran dividen penting bagi investor karena ini adalah pendapatan yang diterima dari keuntungan memegang saham di perusahaan, namun kebijakan pembayaran dividen sangat tergantung pada strategi pengembangan CEO serta perusahaan (Allen & Michaely, 2003; Baskin, 1989; Deshmukh *et al.*, 2013a).

Allen & Michaely, (2003) menyimpulkan beberapa faktor yang mempengaruhi pembagian dividen, diantaranya, pajak, biaya transaksi, sinyal untuk menanggulangi informasi asimetri (*signaling theory*), dan teori agensi. Teori *signaling* (Lintner, 1956), menyatakan bahwa keputusan perusahaan untuk

membagikan dividen, merupakan sebuah sinyal bagi perusahaan untuk menunjukkan keoptimisan dan keyakinan mereka kepada investor terhadap prospek perusahaan di masa depan. Grullon *et al.*, (2002, 2005); Benartzi, (1997) menemukan hasil yang bertentangan dengan teori *signaling*, bahwa perubahan kenaikan dividen, tidak dapat dipakai untuk memprediksi adanya kemungkinan kenaikan laba perusahaan, atau kenaikan pada kinerja operasi perusahaan.

Perilaku *overconfident* CEO adalah salah satu alasan terjadinya bias dalam membuat keputusan perusahaan (Wrońska-Bukalska, 2018). *Overconfident* populer di kalangan CEO, menjadi terlalu percaya diri dalam membuat keputusan dapat menghasilkan hasil yang sangat besar ketika kemungkinan eksekusi yang sukses jauh melampaui kemampuan sebenarnya dari perusahaan (Plous, 1993; Wrońska-Bukalska, 2018). Keputusan CEO dalam pembayaran dividen dipengaruhi oleh kepercayaan pada hasil bisnis masa depan (Deshmukh *et al.*, (2013a); Malmendier & Tate, (2005a, 2005b). Ketika CEO berperilaku *overconfident* terhadap profitabilitas perusahaannya, maka CEO tersebut akan cenderung membayar lebih banyak dividen, (Wu & Liu, 2011). Dalam kasus yang berlawanan, ketika CEO ingin berinvestasi lebih banyak dalam bisnis, CEO cenderung mengurangi rasio pembayaran dividen, sehingga hal ini akan berdampak terhadap nilai perusahaan (Ben-David *et al.*, 2007b). Berdasarkan pada uraian ini maka rumusan hipotesis selanjutnya adalah:

H₁₀: Perilaku *overconfident* CEO berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel mediasi.

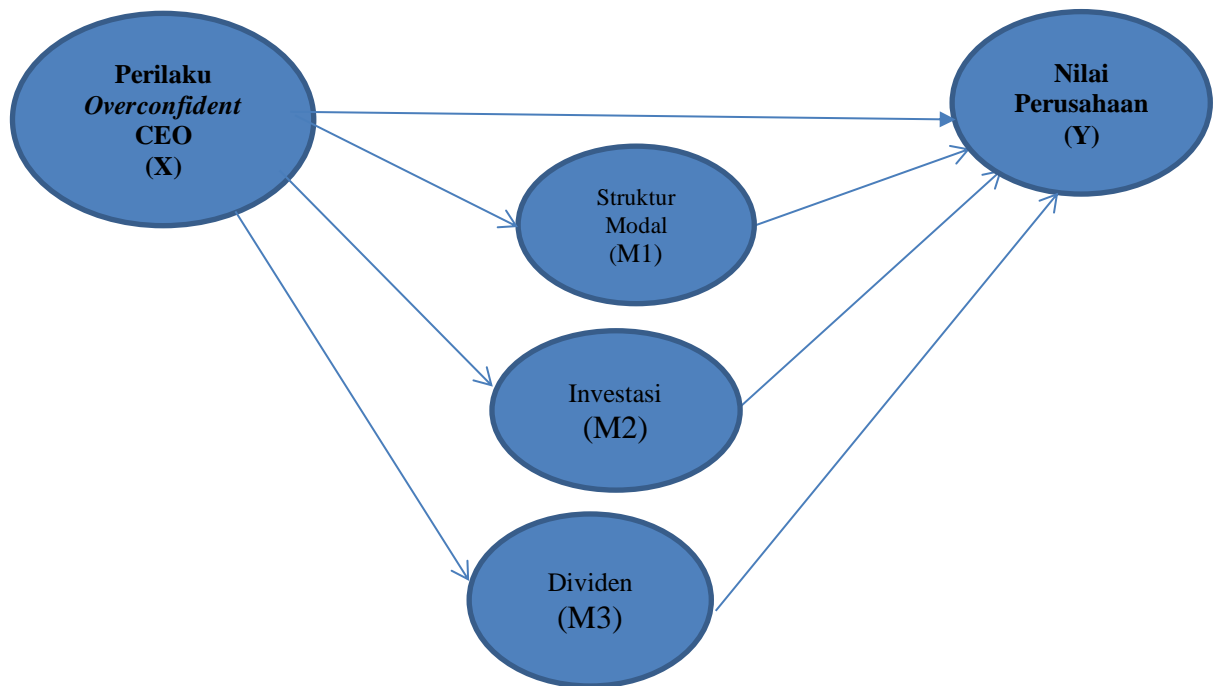
2.3.2 Kerangka konseptual penelitian

Kerangka konseptual penelitian dari hubungan antar variabel dalam penelitian ini digambarkan sebagai berikut:

Variabel independen : Perilaku *Overconfident* CEO (X)

Variabel dependen : Nilai Perusahaan perusahaan (Y)

Variabel Mediasi : Keputusan Struktur Modal (M_1), Keputusan Investasi (M_2), dan Kebijakan Dividen (M_3)



Gambar 2. Kerangka Pemikiran

Gambar 2 diatas menjelaskan tentang kerangka konseptual penelitian dari hubungan antar variabel dalam penelitian ini yaitu perilaku *overconfident* CEO sebagai variabel independen (X), keputusan struktur modal, keputusan investasi, dan kebijakan dividen sebagai variabel mediasi (M), nilai perusahaan sebagai variabel dependen (Y).

BAB III METODE PENELITIAN

3.1 Jenis Penelitian

Jenis penelitian ini adalah *explanatory research* bertujuan untuk mendapatkan penjelasan mengenai kausalitas antara variabel melalui pengujian hipotesis. Berdasarkan pendekatan kualitatif dan kuantitatif, penelitian ini juga dinamakan dengan penelitian konfirmatori yang berfokus pada konfirmasi teori, untuk mengetahui fungsi teori (berlaku atau tidak), pada suatu obyek penelitian (tertentu). Dilihat dari tingkat eksplanasi, jenis penelitian ini adalah penelitian asosiatif.

Penelitian asosiatif merupakan penelitian yang bertujuan untuk mengetahui pengaruh ataupun juga hubungan antara dua variabel atau lebih, yaitu dugaan tentang adanya hubungan antar variabel dalam populasi yang akan diuji melalui hubungan antar variabel dalam sampel yang diambil dari populasi tersebut. Penelitian asosiatif ini berbentuk kausal, yaitu hubungan yang sifatnya sebab akibat yang artinya keadaan satu variabel disebabkan atau ditentukan oleh keadaan satu atau lebih variabel lain.

3.2 Sumber Data

Data yang dikumpulkan dalam penelitian ini berupa data kuantitatif. Data kuantitatif adalah data yang diukur dalam suatu skala numerik, sedangkan sumber data dalam penelitian ini dengan menggunakan data sekunder. Sumber data sekunder adalah data penelitian yang diperoleh peneliti secara tidak langsung melalui media perantara, yang dapat berupa bukti, catatan, atau laporan historis yang telah tersusun dalam arsip (data dokumenter), baik yang dipublikasikan maupun yang tidak dipublikasikan. Dalam penelitian ini, data keuangan dan data perilaku *overconfident* CEO merupakan data sekunder yang diperoleh dari situs resmi BEI di <http://www.idx.co.id>. Data yang dibutuhkan adalah informasi

keuangan dan perilaku *overconfident* CEO yang berhubungan dengan variabel penelitian.

3.3 Metode Pengumpulan Data

Penelitian ini menggunakan beberapa metode pengumpulan data, antara lain sebagai berikut:

a. Penelitian Pustaka

Penelitian pustaka adalah suatu cara untuk memperoleh data dengan membaca atau mempelajari berbagai macam literatur dan tulisan ilmiah yang berhubungan dengan penelitian ini.

b. Observasi

Observasi pada penelitian ini menggunakan observasi pasif. Observasi pasif yaitu penelitian dilakukan dengan cara mengadakan penelitian di Bursa Efek Indonesia, website Indonesia *Stock Exchange*, dan website-website lainnya yang berhubungan dengan penelitian ini.

c. Dokumentasi

Dokumentasi adalah mengumpulkan data dengan cara mengambil data-data dari catatan, dokumentasi, administrasi yang sesuai dengan masalah yang diteliti.

3.4 Populasi dan Sampel

3.4.1 Populasi

Populasi adalah wilayah generalisasi yang terdiri atas objek atau subjek, yang mempunyai kualitas dan karakteristik yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari dan kemudian ditarik kesimpulannya. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2019 sebanyak 669 perusahaan.

3.4.2 Sampel

Sampel penelitian adalah bagian dari jumlah dan karakteristik yang dimiliki oleh populasi tersebut. Sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2015-2019. Metode pemilihan atau pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan teknik *purposive*

sampling, yaitu teknik pemilihan atau pengambilan sampel dengan pertimbangan-pertimbangan dan kriteria tertentu. Tujuannya adalah untuk memperoleh sampel yang representatif sesuai dengan kriteria yang ditentukan penelitian ini. Adapun kriteria pengambilan sampel dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan aktif diperdagangkan (tidak mengalami *delisting*) pada periode penelitian 2015-2019.
2. Penelitian ini tidak memasukkan perusahaan (emiten) yang berasal dari sektor keuangan (*finance*) karena karakteristik perusahaan keuangan berbeda dengan non keuangan, yaitu memiliki ketentuan/peraturan dari BI/OJK yang tidak berlaku bagi industri lain.
3. Perusahaan publik non keuangan yang mengeluarkan laporan keuangan lengkap dalam satuan rupiah, dan memiliki data lengkap yang terkait dengan variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian.
4. Perusahaan yang dipimpin oleh CEO yang sama selama periode penelitian 2015-2019. Hal ini karena menurut Peraturan Pemerintah Republik Indonesia Nomor 45 Tahun 2001 Tentang Perubahan Atas Peraturan Pemerintah Nomor 12 Tahun 1998 Tentang Perusahaan Perseroan (Persero) masa jabatan CEO pada perusahaan adalah 5 tahun dan dapat diangkat kembali.
5. Perusahaan dengan CEO yang memiliki saham pada perusahaan yang dipimpinnya selama periode 2015-2019

Berikut disajikan tabel hasil pemilihan sampel penelitian.

Tabel 6. Pemilihan Sampel Penelitian

No.	Kriteria Pemilihan Sampel	Jumlah
1.	Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan aktif diperdagangkan pada tahun 2019	669
2.	Perusahaan Non Keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2019	466
3.	Perusahaan Non Keuangan yang menerbitkan laporan tahunan secara lengkap selama periode 2015-2019	295
4.	Perusahaan yang dipimpin oleh CEO yang sama selama periode 2015-2019	172
5.	Perusahaan dengan CEO yang memiliki saham pada perusahaan yang dipimpinnya selama periode 2015-2019	172
Jumlah sampel		172
Jumlah Observasi = 172 perusahaan x 5 tahun		860

Sumber: Bursa Efek Indonesia, diolah peneliti, 2021

Data-data variabel terkait penelitian yang berhasil dikumpulkan tersebut tidak termasuk dalam kategori data *outlier*. Deteksi data *outlier* yang bersumber dari data mentah menggunakan deteksi *outlier* dengan aturan ESD (*Extreme Studentized Deviation*). Aturan ESD merupakan pendeteksi *outlier* yang paling populer yang menyatakan bahwa setiap data diluar t standar deviasi dari nilai rata-ratanya merupakan data *outlier*. Nilai t yang digunakan adalah 2.

3.5 Definisi Operasional Variabel Penelitian

3.5.1 Variabel independen (X)

Pengukuran perilaku *overconfident* CEO dari Ahmed & Duellman, (2013); Balachandran & Nguyen, (2018); Eichholtz & Yönder, (2014); Hribar & Yang, (2016); Libby & Rennekamp, (2012); Malmendier & Tate, (2002, 2003, 2005a, 2005b, 2008, 2015); Purhanudin & Zakaria, (2015) menjadi dasar peneliti untuk menggunakan pengukuran tersebut dengan memberikan skala pada masing-masing tingkatan perilaku *overconfident* CEO. Penskalaan digunakan untuk mengembangkan instrumen pengukuran yang digunakan untuk menilai individu tertentu. Penskalaan dilakukan dengan harapan adanya akurasi untuk mengestimasi penilaian setiap individu yang sifatnya subjektif. Teknik membuat skala merupakan cara mengubah fakta-fakta kualitatif (atribut) menjadi suatu urutan kuantitatif (variabel). Mengubah fakta-fakta kualitatif menjadi urutan kuantitatif telah menjadi satu kelaziman paling tidak bagi sebagian besar orang, karena berbagai alasan. Pertama, eksistensi matematika sebagai alat yang lebih cenderung digunakan oleh ilmu-ilmu pengetahuan sehingga bisa mengundang kuantitatif variabel. Kedua, ilmu pengetahuan, disamping akurasi data, semakin meminta presisi yang lebih baik, lebih-lebih dalam mengukur gradasi. Karena perlunya presisi, maka peneliti belum tentu puas dengan atribut baik atau buruk saja. Sebagian peneliti ingin mengukur sifat-sifat yang ada antara baik dan buruk tersebut, sehingga diperoleh suatu skala gradasi yang jelas. Pada penelitian ini, peneliti menggunakan skala interval yaitu 1 sampai dengan 4 untuk mengukur perilaku *overconfident* CEO, yaitu *Overconfident* Rendah diberi skor 1, *Overconfident* Sedang diberi skor 2, *Overconfident* Tinggi diberi skor 3, dan *Overconfident* Sangat Tinggi diberi skor 4. Pemberian skala ini merujuk pada

Bush & Allman, (2003) yang mengungkapkan bahwa data yang diperoleh dari skala likert memiliki skala interval berjenjang (*ordinally interval scale*). Cooper & Schindler, (2014) menegaskan bahwa skala likert menghasilkan data interval.

a. *CEO ownership (OWN Score) X1*

Ukuran utama perilaku *overconfident* CEO yang digunakan pada penelitian ini adalah keyakinan CEO untuk menjaga kekayaan pribadi mereka, dengan memegang opsi saham sampai sangat dekat dengan berakhirnya masa jabatan. Ahmed & Duellman, (2013); Balachandran & Nguyen, (2018); Eichholtz & Yönder, (2014); Hribar & Yang, (2016); Libby & Rennekamp, (2012); Malmendier & Tate, (2002, 2003, 2005a, 2005b, 2008, 2015); Purhanudin & Zakaria, (2015), menggunakan pengukuran perilaku *overconfident* CEO berdasarkan pada variabel *Conf (Holder67)* dan *Conf (Holder40)*. Berdasarkan referensi tersebut peneliti membuat tabel *CEO ownership score* yang disesuaikan dengan ukuran-ukuran perilaku *overconfident* CEO yang digunakan peneliti terdahulu, dimana pada metode eksperimental, Pikulina *et al.*, (2017), membagi tingkat *overconfident* menjadi 4 tingkat antara lain; *extreme overconfident* (sangat tinggi), *higher overconfident* (tinggi), *moderate overconfident* (sedang) dan *underconfident* (rendah). Peneliti menggunakan skala interval 1 sampai dengan 4 untuk mengukur tingkatan *overconfident* CEO, sebagai berikut :

- a) Tingkat *overconfident* sangat tinggi ketika *CEO* memegang opsi saham minimal sebanyak 67 persen dari opsi saham yang dimiliki sampai menjelang tahun terakhir masa jabatan (minimal 3 tahun) atau pada awal tahun terakhir sebelum masa jabatan berakhir.
- b) Tingkat *overconfident* tinggi ketika *CEO* memegang opsi saham minimal sebanyak 40 persen dari opsi saham yang dimiliki sampai menjelang tahun terakhir masa jabatan (minimal 3 tahun) atau pada awal tahun terakhir sebelum masa jabatan berakhir.
- c) Tingkat *overconfident* sedang, ketika *CEO* memegang opsi saham minimal sebanyak 20 persen dari opsi saham yang dimiliki sampai menjelang tahun terakhir masa jabatan (minimal 3 tahun) atau pada awal tahun terakhir sebelum masa jabatan berakhir.

- d) Tingkat *overconfident* rendah ketika CEO memegang opsi saham dibawah 20 persen dari opsi saham yang dimiliki sampai menjelang tahun terakhir masa jabatan (minimal 3 tahun) atau pada awal tahun terakhir sebelum masa jabatan berakhir.

Pada penelitian ini, seorang CEO dikatakan memiliki perilaku *overconfident* ketika memiliki tingkat perilaku *overconfident* pada score 3 atau kategori *overconfident* tinggi.

Tabel 7. Ownership Score

Definisi <i>ownership</i>	Score	Kategori
Memegang opsi saham minimal 67 persen pada tahun ke 3 masa jabatan	4	<i>Overconfident</i> Sangat tinggi
Memegang opsi saham minimal 40 persen pada tahun ke 3 masa jabatan	3	<i>Overconfident</i> Tinggi
Memegang opsi saham minimal 20 persen pada tahun ke 3 masa jabatan	2	<i>Overconfident</i> Sedang
Memegang opsi saham di bawah 20 persen pada tahun ke 3 masa jabatan	1	<i>Overconfident</i> Rendah

Sumber: data diolah dari referensi (Malmendier & Tate, 2003, 2008, 2015)

b. Prominence of CEO's photograph (OC Score) X2

CEO yang *overconfident* akan berusaha membuat dirinya lebih menonjol atau lebih terlihat daripada eksekutif lainnya dalam laporan tahunan, hal tersebut sebagai pernyataan kuat bahwa dia lebih penting, terampil, dan berpengalaman luas. CEO dengan foto individual boleh dikatakan lebih percaya diri daripada mereka yang memiliki foto kolektif (Qin *et al.*, 2015; Schrand & Zechman, 2012). Pengukuran ini digunakan oleh Qin *et al.*, (2015); Schrand & Zechman, (2012), ditentukan dari menonjolnya foto CEO/manajer dalam laporan tahunan. CEO yang memiliki foto individual minimal setengah halaman dikatakan bahwa CEO tersebut memiliki level *overconfident* sangat tinggi. Berikut tabel CEO photograph secara lengkap:

Tabel 8. Prominence of CEO's photograph (OC Score)

Definisi photograph	Score	Kategori
Setidaknya setengah halaman dan tidak ada orang lain	4	<i>Overconfident</i> Sangat tinggi
Kurang dari setengah halaman dan tidak ada orang lain	3	<i>Overconfident</i> Tinggi
Individu : Ada individu lain dengan CEO	2	<i>Overconfident</i> Sedang
Tidak ada foto CEO	1	<i>Overconfident</i> Rendah

Sumber: (Qin *et al.*, 2015; Schrand & Zechman, 2012)

c. Tingkat pendidikan CEO (*TP Score*) X3

Pengukuran perilaku *overconfident CEO* yang dilihat dari tinggi atau rendahnya tingkat pendidikan CEO yang disampaikan Purhanudin & Zakaria, (2015), mengacu pada penelitian Malmendier & Tate (2002, 2003, 2005a, 2005b, 2008, 2015); Malmendier *et al.*, (2007), yaitu CEO dengan tingkat pendidikan setara sarjana atau di bawahnya (SMA, SMP, SD), yang dinyatakan dengan variabel *Dummy* bernilai 1 (yang artinya *overconfident*), sedangkan setara S2 dan di atasnya bernilai 0 (tidak *overconfident*). Pengukuran tersebut sejalan dengan penelitian yang dilakukan Russo & Schoemaker (1992), menunjukkan bahwa orang yang rasional akan menyadari jika dirinya memiliki keterbatasan, artinya semakin tinggi tingkat pengetahuan, semakin sadar bahwa dirinya memiliki keterbatasan pengetahuan. Baker & Nofsinger, (2002), mengkonfirmasi penelitian Russo & Schoemaker, (1992), dikatakan bahwa orang yang *overconfident* secara tidak sadar menciptakan *illusion of control* yaitu bahwa mereka tanpa sadar mempersepsikan diri seolah-olah memiliki tingkat pengetahuan yang tinggi sehingga merasa mampu mengontrol dan mempengaruhi hasil dari peristiwa-peristiwa yang tidak dapat dikontrol. Penelitian ini didukung oleh Kufepaksi, (2008), yang menyampaikan bahwa semakin rendah tingkat pengetahuan, orang cenderung secara tidak sadar untuk memosisikan diri sebagai orang yang memiliki kemampuan di atas rata-rata secara berlebihan sehingga tidak disadari berperilaku *overconfident*. Berdasarkan referensi tersebut maka peneliti membuat tingkatan pengukuran *overconfident* yang berasal dari level tingkat pendidikan formal, yang disebut Skor Tingkat Pendidikan (*TP Score*).

Tabel 9. Skor Tingkat pendidikan (*TP Score*)

Definisi tingkat pendidikan	Skor	Kategori
Tingkat pendidikan setara SMA atau di bawahnya	4	<i>Overconfident</i> Sangat tinggi
Tingkat pendidikan setara Sarjana/S1	3	<i>Overconfident</i> Tinggi
Tingkat pendidikan setara Magister/S2	2	<i>Overconfident</i> Sedang
Tingkat pendidikan Doktoral/S3	1	<i>Overconfident</i> Rendah

Sumber: data diolah dari referensi, (Malmendier & Tate, 2003, 2005a, 2005b, 2008, 2015)

d. *Hold and Lose (HLO score)* X4

Hold and Lose adalah jumlah tahun lamanya *CEO* memegang opsi saham. Dikatakan *overconfident* ketika *CEO* memegang opsi saham sampai menjelang

akhir masa jabatannya yaitu minimal 3 tahun atau pada awal tahun terakhir masa jabatan berakhir. Pengukuran ini digunakan pada penelitian Malmendier & Tate, (2002, 2003, 2005a, 2005b, 2008, 2015); Malmendier *et al.*, (2007), berdasarkan referensi ini peneliti membuat tabel HLO score yang disesuaikan dengan aturan bahwa opsi saham oleh CEO yang dipertahankan minimal sampai menjelang tahun terakhir masa jabatan (3 tahun), dengan menggunakan *Conf (Holder 40)*, dijelaskan bahwa minimal 40 persen dikatakan *overconfident*, sehingga ketika opsi saham tetap dipertahankan sampai dengan tahun terakhir masa jabatan (lebih dari 3 tahun), bisa dikatakan bahwa tingkat *Overconfident* CEO tersebut adalah sangat tinggi. Berikut ini adalah tabel *hold and lose score*:

Tabel 3.5 Hold and Lose (HLO Score)

Definisi <i>hold and lose</i>	Score	Kategori
Memegang opsi saham minimal 40 persen pada tahun ke 4 masa jabatan	4	<i>Overconfident</i> Sangat tinggi
Memegang opsi saham minimal 40 persen pada tahun ke 3 masa jabatan	3	<i>Overconfident</i> Tinggi
Memegang opsi saham kurang dari 40 persen pada tahun ke 2 masa jabatan	2	<i>Overconfident</i> Sedang
Memegang opsi saham kurang dari 40 persen pada tahun ke 1 masa jabatan	1	<i>Overconfident</i> Rendah

Sumber: data diolah dari referensi (Malmendier & Tate, 2003, 2005a, 2005b, 2008, 2015)

3.5.2 Variabel Intervening (Mediasi)

a) M1: Struktur Modal

Struktur modal adalah kombinasi antara hutang saham preferen, dan saham ekuitas yang digunakan perusahaan untuk perencanaan mendapatkan modal. Beberapa rasio yang digunakan untuk mengukur struktur modal dalam penelitian ini yaitu:

1) *Debt to Equity Ratio* (DER)

Debt to Equity Ratio (DER) menunjukkan hubungan antara jumlah hutang yang diberikan oleh para kreditur dengan jumlah modal sendiri yang diberikan oleh pemilik perusahaan (Frank & Goyal, 2009; Khémiri & Noubbigh, 2018; Köksal & Orman, 2015), b:). *Debt to Equity Ratio* yang baik adalah 1:1, besarnya hutang tidak melebihi besaran modal sendiri yang ada. Rumus untuk menghitung *Debt to Equity Ratio* (DER) berdasarkan penelitian (Oliver, 2005; Ben-David *et al.*, 2007; Barros & Di Miceli da Silveira, 2007;

Fairchild, 2009; Chowdhury & Chowdhury, 2010; Diba, 2012; Antwi *et al.*, 2012; Fedyk, 2014; Rehman, 2016; Rihab & Lotfi, 2016) yaitu:

$$DER = \frac{Debt\ Total}{Equity\ Total}$$

2) *Debt to Asset Ratio (DAR)*

Debt to Asset Ratio (DAR) mengukur seberapa besar aktiva perusahaan yang dibiayai oleh kreditur. *Debt to Asset Ratio (DAR)* adalah rasio utang yang digunakan untuk mengukur perbandingan antara total utang dengan total aktiva. Titik aman pinjaman adalah maksimal adalah 40% dari jumlah nilai aset. Rumus untuk menghitung *Debt to Asset Ratio (DAR)* menurut Oliver, (2005); Ben-David *et al.*, 2007; Barros & Di Miceli da Silveira, 2007; Chowdhury & Chowdhury, 2010; Diba, 2012; Antwi *et al.*, 2012; Fedyk, 2014; Rehman, 2016; Rihab & Lotfi, 2016) yaitu:

$$DAR = \frac{Debt\ Total}{Asset\ Total}$$

3) *Long term Debt to Equity Ratio (LDER)*

Long term Debt to Equity Ratio (LDER) mengukur besar kecilnya penggunaan hutang jangka panjang dibandingkan dengan modal sendiri perusahaan. Tujuannya adalah untuk mengukur berapa bagian dari setiap rupiah modal sendiri yang dijadikan jaminan hutang jangka panjang dengan cara membandingkan antara hutang jangka panjang dengan modal sendiri yang disediakan oleh perusahaan. Rumus untuk menghitung *Long term Debt to Equity Ratio (LDER)* menurut Aggarwal & Padhan, (2017); Huang *et al.*, (2016); Kodongo *et al.*, (2015); Loncan & Caldeira, (2014); Purhanudin, (2015); Tomak, (2013) yaitu:

$$LDER = \frac{Longterm\ Debt}{Total\ Equity}$$

b) M2: Investasi

Investasi adalah komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan pada saat ini, dengan tujuan memperoleh sejumlah keuntungan di masa mendatang. Terdapat beberapa rasio yang digunakan untuk mengukur investasi diantaranya yaitu:

1) *Return On Investment (ROI)*

Return On Investment (ROI) merupakan pengukuran kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba bersih berdasarkan tingkat asset tertentu. Rumus perhitungan ROI menurut Biddle *et al.*, (2009); Chen *et al.*, (2011); Wu & Liu, (2011); Chen *et al.*, (2017); Lai & Liu, (2018) yaitu:

$$ROI = \frac{\text{Net profit}}{\text{Asset total}} \times 100\%$$

2) *Laba Residu (Economic Value Added-EVA)*

EVA merupakan suatu metode untuk menentukan apakah perusahaan telah menciptakan nilai ekonomis yang diatas atau dibawah dari biaya modal yang dimiliki perusahaan dalam pengoperasian kekayaan yang dimilikinya. EVA merupakan laba operasi setelah pajak dikurang total biaya modal tahunan. Jika EVA positif, berarti perusahaan sedang menghasilkan kekayaan. Jika negatif, maka perusahaan sedang menghancurkan (menyia-nyiakan) modal (Stern *et al.*, 1995). Rumus untuk menghitung EVA menurut Biddle *et al.*, (1997); Fernandez, (2001); Rappaport, (1999); Tortella & Brusco, (2003); Dashtbayaz & Mohammadi, (2016) yaitu:

$$EVA = NOPAT - (Invested Capital \times WACC)$$

Keterangan:

NOPAT = *Net Operating Profits After Taxes.*

WACC = *Weighted Average Cost of Capital.*

$$\text{Invested Capital} = \text{Longterm Debt} + \text{Equity}$$

$$WACC = W_d K_d + W_e K_e$$

$$W_d = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Debt} + \text{Equity}}$$

$$W_e = \frac{\text{Total Equity}}{\text{Total Debt} + \text{Equity}}$$

$$K_d = k_{abt}(1 - T)$$

$$K_{abt} = \frac{\text{cost of interest}}{\text{Longterm debt}}$$

$$T \text{ (tingkat pajak)} = \frac{\text{cost of tax}}{\text{Net Profit after tax}} \times 100\%$$

$$K_e = ROE = \frac{\text{Net Profit after tax}}{\text{Total Equity}}$$

3) *Market to Book Value of Asset Ratio (MBVA)*

Menurut Kallapur & Trombley, (1999); Smith & Watts, (1992); Varaiya *et al.*, (1987), *Market to Book Value of Asset Ratio (MBVA)* dihitung untuk menunjukkan prospek pertumbuhan perusahaan yang dinyatakan dalam harga pasar. Rasio ini menjelaskan gabungan antara aset di tempat dengan kesempatan investasi. Oleh karena itu, semakin tinggi rasio MBVA, semakin tinggi kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan tersebut yang berkaitan dengan aset di tempat. Rumus MBVA menurut Del Brio *et al.*, (2003); Ben-David *et al.*, (2007); Dashtbayaz & Mohammadi, (2016); Foroghi & Moazeni, (2018) yaitu:

$$MVBA = \frac{(TA - TE) + (CS \times CP)}{\text{Total Aset}} \times 100\%$$

Keterangan:

MBVA : *Market to Book Value of Asset*

TA : Total Assets

- TE : Total Equity
 CS : Saham Beredar
 CP : Harga Penutupan Saham

4) *Market to Book Value of Equity (MBVE)*

Kallapur & Trombley, (1999); Smith & Watts, (1992); Varaiya *et al.*, (1987), mengungkapkan bahwa *Market to Book Value of Equity (MBVE)* menunjukkan peluang investasi perusahaan. Apabila perusahaan dapat memanfaatkan modalnya dengan baik, maka semakin besar kemungkinan perusahaan tersebut untuk bertumbuh dan mencerminkan bahwa pasar menilai *return* atas investasi perusahaan pada masa depan akan lebih besar dari *return* yang diharapkan ekuitasnya. Rumus MBVE menurut Del Brio *et al.*, (2003); Ben-David *et al.*, (2007); Dashtbayaz & Mohammadi, (2016); Foroghi & Moazeni, (2018) adalah:

$$MVBE = \frac{\text{Total outstanding shares} \times \text{closing price}}{\text{Total Equity}} \times 100\%$$

5) *Total Aset Growth*

Menurut Adam & Goyal, (2008); Kallapur & Trombley, (1999) keputusan investasi dapat dirumuskan dengan rasio *net investment* terhadap *net fixed assets* periode sebelumnya. Adapun rumus yang digunakan untuk mengukur *total asset growth* untuk kebijakan investasi menurut Ben-David *et al.*, (2007); Adam & Goyal, (2008); Dashtbayaz & Mohammadi, (2016) adalah sebagai berikut:

$$\text{Investment Decision (ID)} = \frac{\text{Net Fixed Assets}_t - \text{Net Fixed Assets}_{t-1}}{\text{Net Fixed Assets}_{t-1}}$$

6) *Earning per Share Price Ratio (EPS)*

Menurut Islam & Nguyen, (2020), *Earning per Share Price Ratio (EPS)*, menggambarkan seberapa besar *earning power* yang dimiliki perusahaan. Perhitungan *Earning per Share Price Ratio* dengan laba per lembar saham diperoleh dari laba bersih perusahaan dibagi dengan jumlah lembar saham yang

beredar, sedangkan nilai harga saham diperoleh dari harga penutupan saham akhir tahun (Islam & Nguyen, 2020). Rumus *Earning per Share Price Ratio* (EPS) dalam penelitian Bei Ye & Yuan, (2008); Hsiao *et al.*, (2011); Huang *et al.*, (2011); Dashtbayaz & Mohammadi, (2016); Kang *et al.*, (2018) adalah sebagai berikut:

$$EPS = \frac{\text{Total earnings after tax}}{\text{Outstanding shares}}$$

7) *Capital Expenditure* (Capex)

Capital Expenditure mencerminkan tingkat pengeluaran modal perusahaan terhadap nilai buku aktiva tetap perusahaan pada suatu periode tertentu (Adam & Goyal, 2008; Kallapur & Trombley, 1999). *Capital expenditure* atau sering disebut capex dihitung melalui selisih antara total *fixed asset* tahun ini dengan total *fixed asset* pada tahun sebelumnya. Rumus dari *capital expenditures* menurut Malmendier & Tate, (2002, 2003, 2005a); Malmendier, (2004); Ye & Yuan, (2008); Dashtbayaz & Mohammadi, (2016); Foroghi & Moazeni, (2018); Kang *et al.*, (2017); Malmendier & Tate, (2005b, 2008); Pikulina *et al.*, (2017) adalah sebagai berikut:

$$Capex = Total\ Fixed\ Aset_t - Total\ Fixed\ Aset_{t-1}$$

c) M3: Dividen

Dividen merupakan pembagian keuntungan yang diberikan perusahaan kepada pemegang saham dan berasal dari keuntungan yang dihasilkan perusahaan. Dividen yang dibagikan perusahaan dapat berupa dividen tunai, artinya kepada setiap pemegang saham diberikan dividen berupa uang tunai dalam jumlah rupiah tertentu untuk setiap saham atau dapat pula berupa dividen saham yang berarti kepada setiap pemegang saham yang dimiliki seorang pemodal akan bertambah

dengan adanya pembagian dividen saham tersebut (Lintner, 1956). Pengukuran dividen pada penelitian ini yaitu:

1) *Dividend Payout Ratio (DPR)*

Dividend Payout Ratio (DPR) adalah rasio seberapa banyak laba perusahaan yang dibagi menjadi dividen kepada pemegang saham. *Payout ratio* merupakan dividen kas dibagi laba bersih. Rasio ini menggambarkan persentase dividen kas yang diterima oleh pemegang saham terhadap laba bersih yang diperoleh perusahaan. Rasio ini memberikan gambaran yang lebih baik terhadap keuntungan yang diperoleh pemegang saham dibandingkan dengan keuntungan yang diperoleh perusahaan. Semakin tinggi rasio akan semakin menguntungkan bagi pemegang saham karena semakin besar tingkat kembalian atas saham yang dimiliki. Rumus DPR dalam penelitian Charitou *et al.*, (2011); Rock & Miller, (1985); Skinner & Soltes, (2011); Bhattacharya, (1979); Ben-David *et al.*, (2007); Giang & Tuan, (2016); Anton, (2016); Ochieng, (2016); Budagaga, (2017) adalah sebagai berikut:

$$DPR = \frac{\text{Dividend per share}}{\text{earning per share}} \times 100\%$$

2) *Dividend Per Share (DPS)*

Odeleye, (2018); dan Short *et al.*, (2002), menyatakan bahwa dividen per lembar saham (DPS) adalah besarnya pembagian dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham setelah dibandingkan dengan rata-rata tertimbang saham biasa yang beredar. DPS merupakan rasio yang mampu menjelaskan kebijakan dividen menurut Ben-David *et al.*, (2007); Chen *et al.*, (2011); Giang & Tuan, (2016); Budagaga, (2017); Nwamaka & Ezeabasili, (2017).

$$DPS = \frac{\text{Dividend total}}{\text{Outstanding shares}} \times 100\%$$

3) *Dividend To Asset (DTA)*

Kebijakan dividen dapat diukur dengan *Dividen to asset* (DTA) (Tran, 2021). *Dividend to asset* adalah perbandingan seberapa besar dividen yang dibagi perusahaan terhadap asset perusahaan. DTA adalah rasio yang mampu menjelaskan kebijakan dividen menurut Chen *et al.*, (2011); Cordeiro, (2011); Rehman, (2016); Nwamaka & Ezeabasili, (2017); Budagaga, (2017). Berikut ini rumus untuk menghitung *Dividend to asset*.

$$DTA = \frac{\text{Dividend total}}{\text{Asset total}} \times 100\%$$

4) *Dividend Yield*

Dividend yield adalah perbandingan seberapa besar dividen yang dibagi perusahaan terhadap harga pasar saham yang sedang beredar, yaitu suatu rasio yang menghubungkan dividen yang dibayar dengan harga saham biasa. *Dividend Yield* menyediakan suatu ukuran komponen pengembalian total yang dihasilkan dividen, dengan menambahkan apresiasi harga yang ada. Beberapa investor menggunakan *dividend yield* sebagai suatu ukuran risiko dan sebagai suatu penyaring investasi, yaitu mereka akan berusaha menginvestasikan dananya dalam saham yang menghasilkan *dividend yield* yang tinggi. Rumus *dividend yield* dalam penelitian Charitou *et al.*, (2011); Rock & Miller, (1985); Skinner & Soltes, (2011); Bhattacharya, (1979); Deshmukh *et al.*, (2008, 2013); Wu & Liu, (2011); Profilet, (2013) adalah sebagai berikut:

$$DY = \frac{\text{Dividend per share}}{\text{Price per share}} \times 100\%$$

3.5.3 Variabel Dependen (Y)

Brainard & Tobin, (1968); Endri & Fathony, (2020); dan Tobin, (1969), mengungkapkan bahwa nilai perusahaan adalah penilaian kinerja saham

perusahaan yang telah diperdagangkan di pasar modal (*go public*). Rasio penilaian memberikan informasi seberapa besar masyarakat menghargai perusahaan, sehingga masyarakat tertarik untuk membeli saham dengan harga yang lebih tinggi dibanding nilai bukunya. Berikut ini beberapa metode yang digunakan untuk mengukur nilai perusahaan.

1) *Price earning ratio*

Price earning ratio (PER) menunjukkan berapa banyak jumlah uang yang rela dikeluarkan oleh para investor untuk membayar setiap dolar laba yang dilaporkan. Adapun rumus yang digunakan untuk mengukur *Price earning ratio* (PER) menurut Wu & Liu, (2011); Antwi *et al.*, (2012); Kodongo *et al.*, (2015) adalah sebagai berikut:

$$\text{PER} = \frac{\text{Market price per share}}{\text{Earning per share}}$$

2) *Price book value*

Price to Book Value (PBV) adalah rasio yang menunjukkan apakah harga saham yang diperdagangkan *overvalued* (di atas) atau *undervalued* (di bawah) nilai buku saham tersebut. Adapun rumus yang digunakan untuk mengukur *Price to Book Value* (PBV) menurut Wu & Liu, (2011); Antwi *et al.*, (2012); Aggarwal & Padhan, (2017) adalah sebagai berikut:

$$\text{PBV} = \frac{\text{Market Price per Share}}{\text{Book Value per Share}}$$

3) *Market Value of Equity* (MVE)

Market Value of Equity (MVE) yaitu nilai pasar ekuitas perusahaan menurut penilaian para pelaku pasar. Nilai pasar ekuitas adalah jumlah ekuitas (saham beredar) dikali dengan harga per lembar ekuitas. Adapun rumus yang digunakan untuk mengukur *Market Value of Equity* (MVE) menurut Fairchild, (2009); Chowdhury & Chowdhury, (2010); Loncan & Caldeira, (2014); Giang & Tuan,

(2016); Budagaga, (2017); Aggarwal & Padhan, (2017); Nwamaka & Ezeabasili, (2017); Shah *et al.*, (2018); Drobetz & Momtaz, (2020) adalah sebagai berikut:

$$\text{MVE} = \text{Total shares outstanding} \times \text{Price per share}$$

4) *Book Value*

Nilai perusahaan dapat dilihat dari nilai buku. Nilai buku merupakan nilai aktiva dari neraca dikurangi kewajiban yang ada atau modal pemilik. Adapun rumus yang digunakan untuk mengukur *Book Value* menurut Chowdhury & Chowdhury, (2010); Budagaga, (2017); Foroghi & Moazeni, (2018) adalah sebagai berikut:

$$\text{BV} = \text{Asset Total} - \text{Debt Total}$$

5) *Tobin's Q*

Alternatif lain yang digunakan dalam mengukur nilai perusahaan adalah menggunakan metode Tobin's Q yang dikembangkan oleh Tobin, (1969). Tobin's Q dihitung dengan membandingkan rasio nilai pasar saham perusahaan dengan nilai buku ekuitas perusahaan (Brainard & Tobin, 1968). Rasio Q lebih unggul daripada rasio nilai pasar terhadap nilai buku karena rasio ini fokus pada berapa nilai perusahaan saat ini secara relatif terhadap berapa biaya yang dibutuhkan untuk menggantinya saat ini. Adapun rumus Tobin's Q menurut Del Brio *et al.*, (2003); Slothouber, (2010); Kasiani *et al.*, (2015); Kodongo *et al.*, (2015); Dashtbayaz & Mohammadi, (2016); Anton, (2016); Ochieng, (2016); Rehman, (2016); Kang *et al.*, (2017); Velde, (2017); Shah *et al.*, (2018) adalah sebagai berikut:

$$Q = \frac{(EMV + D)}{(EBV + D)}$$

Keterangan:

Q = nilai perusahaan

EMV = nilai pasar ekuitas

EBV = nilai buku dari total aktiva

D = nilai buku dari total hutang

EMV diperoleh dari hasil perkalian harga saham penutupan pada akhir tahun (*closing price*) dengan jumlah saham yang beredar pada akhir tahun sedangkan, EBV diperoleh dari selisih total asset perusahaan dengan total kewajibannya.

3.6 Teknik Analisis Data

Tipe skala atau tipe dari nilai data perilaku *Overconfident* CEO pada penelitian ini menggunakan skala interval yang bernilai klasifikasi, order (ada urutannya), dan berjarak (perbedaan dua nilai berarti), sedangkan tipe nilai data variabel lain pada penelitian ini berupa skala rasio, yaitu bernilai klasifikasi, order, *distance* (berjarak) dan mempunyai nilai awal (*origin*) (Hair *et al.*, 2011).

Analisis data pada penelitian ini dilakukan dengan metode *Partial Least Square* (PLS). PLS adalah metode penyelesaian *structural equation modelling* (SEM) yang dalam hal ini (sesuai tujuan penelitian) lebih tepat dibandingkan dengan teknik-teknik SEM lainnya. Alasan-alasan yang melatarbelakangi pemilihan metode analisis PLS dijelaskan sebagai berikut:

- a. Penelitian ini melibatkan *multivariable*, dimana penelitian ini memiliki lebih dari satu variabel yaitu perilaku *overconfident* CEO, struktur modal, keputusan investasi, kebijakan dividen, dan nilai perusahaan.
- b. Penelitian ini menggunakan variabel laten atau *unobserved variable* yaitu variabel yang tidak dapat diukur secara langsung, melainkan melalui indikator (variabel manifest) berupa seperangkat pertanyaan atau pernyataan dalam suatu instrument (kuesioner/angket) dengan skala tertentu yaitu variabel perilaku *overconfident* CEO. Dalam analisis struktural, *unobserved variable* sering kali disebut dengan variabel laten atau variabel tak teramati. Variabel tersebut tidak dapat diukur secara langsung sehingga peneliti harus menggunakan beberapa indikator (Hair *et al.*, 2011; Smith & Langfield-Smith, 2004). Selain itu, dalam model SEM, variabel yang diukur minimal

memiliki skala interval. Pada penelitian ini, perilaku *overconfident* CEO menggunakan skala interval dan variabel struktur modal, keputusan investasi, kebijakan dividen, dan nilai perusahaan diukur dengan skala rasio, sehingga penelitian ini layak menggunakan SEM.

- c. Jika dilihat dari model yang terbentuk, terlihat adanya hubungan kausalitas berjenjang. Misalnya perilaku *overconfident* CEO memengaruhi struktur modal, keputusan investasi, dan kebijakan dividen seterusnya memengaruhi nilai perusahaan. Variabel perilaku *overconfident* CEO memengaruhi nilai perusahaan melalui struktur modal, keputusan investasi, dan kebijakan dividen. Variabel struktur modal, keputusan investasi, dan kebijakan dividen memediasi pengaruh perilaku *overconfident* CEO terhadap nilai perusahaan. Dengan banyaknya hubungan serta jenjang, maka permasalahan penelitian ini hanya bisa diselesaikan dengan bantuan model berbentuk struktural (model struktur). Melihat pada model yang ada bahwa model tersebut bersifat rekursif, yaitu hanya memiliki kausalitas satu arah dan tidak terdapat hubungan resiprokal. Variabel perilaku *overconfident* CEO hanya memiliki arah ke nilai perusahaan, struktur modal hanya memiliki arah ke nilai perusahaan begitu juga keputusan investasi dan kebijakan dividen hanya satu arah ke nilai perusahaan.
- d. Potensi distribusi variabel tidak normal dan penggunaan indikator *formative* dan *refleksive* membuat PLS lebih sesuai untuk dipilih dibandingkan dengan *maximum likelihood* SEM (Anderson & Gerbing, 1988; Chin *et al.*, 1997; Chin & Gopal, 1995; Marsh *et al.*, 1988). Pemilihan metode PLS didasarkan pada pertimbangan bahwa dalam penelitian ini terdapat variabel laten yang dibentuk dengan indikator refleksif. Model refleksif mengasumsikan bahwa konstruk atau variabel laten mempengaruhi indikator, dimana arah hubungan kausalitas dari konstruk ke indikator atau manifes. Model formatif mengasumsikan bahwa indikator-indikator mempengaruhi konstruk, dimana arah hubungan kausalitas dari indikator ke konstruk (Diamantopoulos, 2011).

Dalam penelitian ini, baik variabel independen (*CEO Overconfident*), variabel mediasi (struktur modal, investasi, dan kebijakan dividen), maupun

variabel dependen (nilai perusahaan), ketiganya dibangun dengan indikator *reflektive*. Terdapat dua bagian analisis yang harus dilakukan dalam PLS, yaitu:

1. Menilai *outer model* atau *measurement model*

Oleh karena diasumsikan bahwa antar indikator tidak saling berkorelasi, maka ukuran internal konsistensi reliabilitas (*cronbach alpha*) tidak diperlukan untuk menguji reliabilitas konstruk formatif. Hal ini berbeda dengan indikator refleksif yang menggunakan tiga kriteria untuk menilai *outer model*, yaitu *convergent validity*, *composite reliability* dan *discriminant validity*. Konstruk formatif pada dasarnya merupakan hubungan regresi dari indikator ke konstruk, maka cara menilainya adalah dengan melihat nilai koefisien regresi dan signifikansi dari koefisien regresi tersebut. Jadi, peneliti dapat melihat nilai *weight* masing-masing indikator dan nilai signifikansinya. Nilai *weight* yang disarankan adalah di atas 0,50 dan t-statistic di atas 1,645 untuk $\alpha = 0,05$ (*one tailed*).

2. Menilai *Inner Model* atau *Structural Model*.

Model struktural dievaluasi dengan menggunakan *R-square* untuk konstruk dependen, *Stone-Geisser Q-square test* untuk *predictive relevance* dan uji t serta signifikansi dari koefisien parameter jalur struktural. Dalam menilai model dengan PLS dimulai dengan melihat *R-square* untuk setiap variabel laten dependen. Perubahan nilai *R-square* dapat digunakan untuk menilai pengaruh variabel laten independen tertentu terhadap variabel laten dependen apakah mempunyai pengaruh yang substantif. Pengaruh besarnya f^2 dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$f^2 = \frac{R^2_{included} - R^2_{excluded}}{1 - R^2_{included}}$$

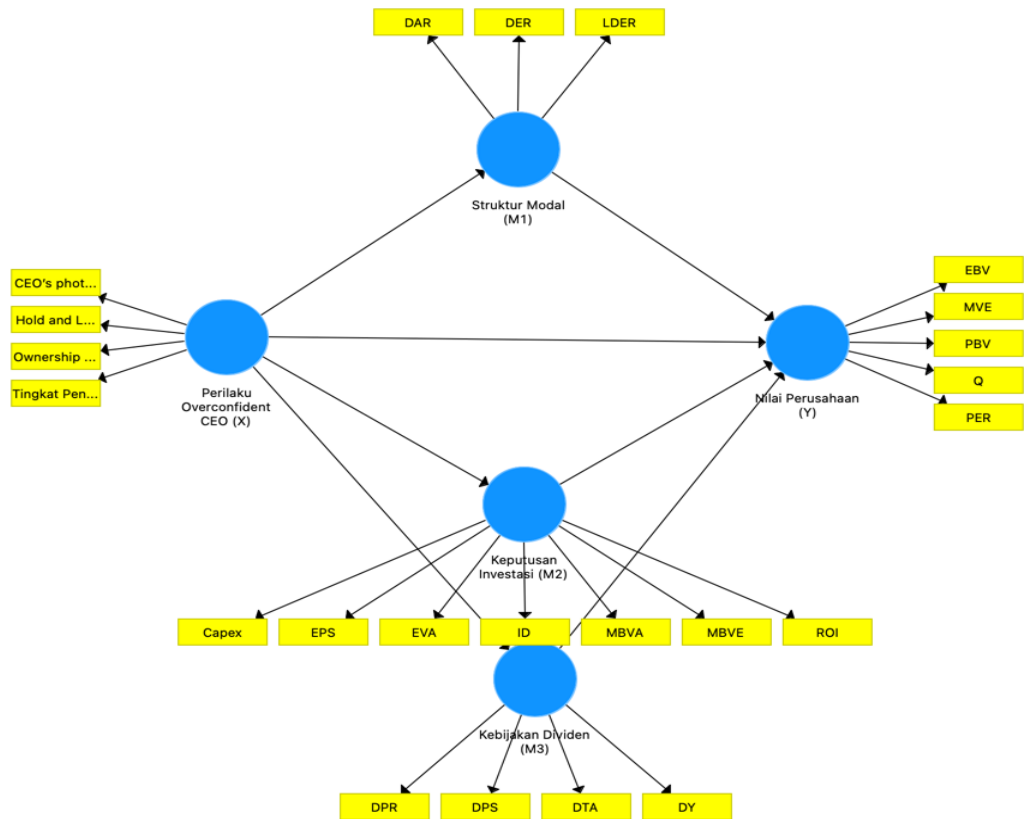
Dimana $R^2_{included}$ dan $R^2_{excluded}$ adalah *R-square* dari variabel laten dependen ketika predictor variabel laten digunakan atau dikeluarkan di dalam persamaan struktural. Di samping melihat nilai *R-square*, model PLS juga dievaluasi dengan melihat *Q-Square predictive relevance* untuk model konstruk. *Q-Square predictive relevance* mengukur seberapa baik nilai

observasi dihasilkan oleh model dan juga estimasi parameternya. Nilai *Q-Square predictive relevance* lebih besar dari 0 menunjukkan bahwa model mempunyai nilai *predictive relevance*, sedangkan nilai *Q-Square predictive relevance* kurang dari 0 menunjukkan bahwa model kurang memiliki *predictive relevance*.

3.7 Pengujian Hipotesis

Penelitian ini bersifat konfirmasi dan secara empiris akan menguji hubungan struktural antar variabel independen dan dependen termasuk di dalamnya variabel mediasi. Baron & Kenny, (1986) menyatakan bahwa efek mediasi menunjukkan pengaruh interaksi antara variabel independent (prediktor) dengan variabel mediasi dalam mempengaruhi variabel dependen. Pengujian efek mediasi dalam model regresi linier menurut Baron & Kenny, (1986) dapat dilakukan secara bertahap, yaitu:

- 1) Menguji efek utama pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen,
- 2) Menguji pengaruh variabel independen terhadap variabel mediasi,
- 3) Menguji pengaruh variabel mediasi terhadap variabel dependen,
- 4) Menguji pengaruh interaksi variabel independen terhadap variabel dependen dengan melalui variabel mediasi.



Gambar 3. Indikator variabel laten dan hubungan antar variabel

Pengambilan keputusan atas penerimaan atau penolakan hipotesis dilakukan dengan ketentuan sebagai berikut:

1. Melihat nilai *outer weight* masing-masing indikator dan nilai signifikansinya. Nilai *weight* yang disarankan adalah di atas 0,50 (positif) dan *t-statistic* di atas 1,9627. Indikator yang memiliki nilai di bawah ketentuan tersebut harus didrop dari model dan kemudian dilakukan pengujian ulang.
2. Melihat nilai *inner weight* dari hubungan antar variabel laten. Nilai *weight* dari hubungan tersebut harus menunjukkan nilai *t-statistic* di atas 1,9627 dengan *p value* < 0,05.
3. Hipotesis alternatif (H_a) diterima jika nilai *weight* dari hubungan antar variabel laten menunjukkan nilai *t-statistic* di atas 1,9627 dengan *p value* < 0,05. Sebaliknya, H_0 gagal untuk ditolak jika nilai *weight* dari hubungan antar variabel laten menunjukkan nilai *t-statistic* di bawah 1,9627 dengan *p value* > 0,0.

BAB V

SIMPULAN DAN SARAN

5.1 Simpulan

Berdasarkan analisis data dan pembahasan hasil perhitungan yang telah diuraikan sebelumnya, maka kesimpulan dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

A. Hasil Uji Hipotesis

1. Perilaku *overconfident* CEO tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan ini menunjukkan bahwa perilaku *overconfident* CEO tidak mampu menjelaskan variasi perubahan nilai perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia. Hal ini mencerminkan bahwa semakin tinggi/rendah perilaku *overconfident* CEO ternyata tidak berpengaruh terhadap peningkatan/penurunan nilai perusahaan.
2. Perilaku *overconfident* CEO berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan. hal ini berarti apabila perilaku *overconfident* CEO tinggi maka struktur modal perusahaan akan meningkat dan sebaliknya. Tingginya perilaku *overconfident* CEO akan meningkatkan hutang, apabila hutang tidak dikelola dengan baik akan berakibat kerugian dan masalah kebangkrutan.
3. Perilaku *overconfident* CEO berpengaruh positif signifikan terhadap keputusan investasi. Hal ini menunjukkan bahwa perilaku *overconfident* CEO dapat menjadi faktor pendukung sebagai penyebab meningkatnya keputusan investasi perusahaan.
4. Perilaku *overconfident* CEO berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan, yang artinya perilaku *overconfident* CEO menjadi faktor pendukung menurunnya kebijakan pembayaran dividen perusahaan.

5. Struktur modal tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, maka dapat dikatakan bahwa struktur modal tidak dapat menjadi faktor pendukung meningkatnya nilai perusahaan.
6. Keputusan investasi berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, yang artinya investasi adalah sebagai faktor meningkatnya nilai perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan arah positif pada pengaruh antara investasi terhadap perusahaan, yang artinya lebih mendukung dan menguatkan teori *signaling*, bahwa akan terjadi peningkatan nilai perusahaan untuk investasi yang tinggi.
7. Kebijakan dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, maka pada penelitian ini dividen tidak dapat menjadi faktor pendukung meningkatnya nilai perusahaan.
8. Perilaku *overconfident* CEO tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan dengan struktur modal sebagai variabel mediasi. Hal ini berarti bahwa perilaku *overconfident* CEO tidak mampu meningkatkan nilai perusahaan melalui struktur modal sebagai variabel mediasi.
9. Perilaku *overconfident* CEO berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan dengan keputusan investasi sebagai variabel mediasi. Hal ini berarti bahwa perilaku *overconfident* CEO mampu meningkatkan nilai perusahaan melalui keputusan investasi sebagai variabel mediasi.
10. Perilaku *overconfident* CEO tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel mediasi. Hal ini berarti bahwa perilaku *overconfident* CEO tidak mampu meningkatkan nilai perusahaan melalui kebijakan dividen sebagai variabel mediasi.

B. Hasil Penelitian

1. Keputusan investasi merupakan variabel yang paling dominan dalam mempengaruhi nilai perusahaan, yaitu sebesar 95,1%. Faktor yang dapat meningkatkan nilai perusahaan yaitu keputusan investasi. Perilaku *overconfident* CEO melalui keputusan investasi merupakan variabel yang paling dominan dalam mempengaruhi nilai perusahaan yaitu sebesar 7%.

2. Membuktikan bahwa penggabungan teori *Behavioral Finance* dan *Traditional Finance* pada penelitian ini adalah sudah tepat, hal ini terbukti pada hipotesis 1 bahwa tidak ada pengaruh secara langsung antara perilaku *overconfident* CEO terhadap nilai perusahaan sehingga diperlukan variabel mediasi yaitu *corporate policies*, dan terbukti pada hipotesis 9, yaitu perilaku *overconfident* CEO berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan dengan keputusan investasi sebagai variabel mediasi.
3. Semakin tinggi perilaku *overconfident* CEO, maka akan semakin berdampak pada keputusan keuangan yang diambil oleh CEO. Perilaku *overconfident* CEO berpengaruh (berdampak) pada keputusan keuangan yang diambil, akan tetapi tidak semua keputusan keuangan yang diambil oleh CEO berdampak terhadap nilai perusahaan. Jika dikaitkan dengan teori penipuan diri (*self deception theory*), maka perilaku *overconfident* pada penelitian ini mendukung teori tersebut yaitu perilaku *overconfident* cenderung negatif dan berpotensi merugikan, hal ini dilihat dari hasil pengaruh langsung antara perilaku *overconfident* CEO terhadap *corporate policies*.
4. Terkait keputusan keuangan struktur modal, ditemukan bahwa CEO yang *overconfident* lebih menyukai sumber pembiayaan dari hutang, hal tersebut terlihat dari hutang yang tinggi, tercermin dari nilai rata-rata DER yang tinggi pada seluruh sampel penelitian yaitu sebesar 148,2% dan tingkat rata-rata *overconfident* CEO pada sampel penelitian adalah 3 yang artinya *overconfident* tinggi
5. CEO yang *overconfident* lebih mengarahkan pada kebijakan pembayaran dividen yang rendah, karena lebih mementingkan investasi dalam upaya meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini karena CEO yang *overconfident* lebih menyukai penggunaan sumber dana internal untuk melakukan investasi.
6. CEO yang *overconfident* berani dalam pengambilan keputusan investasi, sehingga menghasilkan investasi yang positif, serta berani mengambil investasi yang berisiko tinggi.

5.2 Keterbatasan

Analisis dan pembahasan pada penelitian ini hanya mengkaji karakteristik *overconfident* CEO, melalui struktur modal, keputusan investasi, kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan dan penelitian terdahulu yang terkait. Data penelitian ini hanya mencakup ruang lingkup perusahaan non keuangan, yaitu tidak menggunakan perusahaan keuangan. Waktu penelitian hanya mengkaji lima tahun, yaitu tahun 2015-2019. Penelitian ini juga hanya membatasi pada perusahaan yang dipimpin oleh CEO yang sama selama 5 tahun.

5.3 Saran

Setelah melakukan analisis dan pembahasan terhadap masalah tentang pengaruh *overconfident CEO*, melalui struktur modal, keputusan investasi, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan, maka saran yang dapat diberikan adalah sebagai berikut:

1. Bagi pemegang saham.

Pemegang saham agar lebih berhati-hati dalam memilih kandidat CEO yang memiliki ciri-ciri *overconfident*, dan pemilihan CEO harus dilakukan secara profesional serta disesuaikan dengan visi dan misi perusahaan.

2. Bagi peneliti selanjutnya.

Secara empiris, penelitian selanjutnya dapat mengkaji gender, usia dan latar belakang pendidikan dari CEO yang berperilaku *overconfident*, kemudian membandingkan *overconfident* CEO pada berbagai industri, menilai dampaknya pada berbagai kebijakan perusahaan dan nilai perusahaan. Penelitian selanjutnya juga dapat membedakan perilaku *overconfident* CEO dengan menggunakan kuadran perilaku *overconfident*. Nilai perusahaan juga dapat dibedakan antara perusahaan yang dipimpin oleh CEO yang berperilaku *overconfident* dan yang tidak. Periode waktu penelitian yang lebih lama dan mengklasifikasikan perusahaan berdasarkan siklus hidup perusahaan, agar kajian dan analisis lebih detail dan dapat di generalisasi.

3. Bagi perusahaan.

CEO memiliki tugas penting dalam mengambil kebijakan-kebijakan perusahaan, sehingga sebaiknya pemilihan CEO harus berdasarkan kriteria yang sesuai dengan tujuan perusahaan dan mempertimbangkan ciri-ciri *overconfident*

yang dimiliki oleh CEO agar dapat disesuaikan dengan tingkatan *overconfident* yang sesuai dengan tujuan, visi dan misi perusahaan.

5.4 Kontribusi

Hasil analisis penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi yang baik bagi para pembaca. Kajian dan analisis penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat dan kontribusi yang baik bagi konseptual, metodologi, dan kebijakan.

1. Bagi konseptual, kontribusi terkait dengan teori *behavioral finance*, yaitu *Self Deception Theory* khususnya kajian tentang *overconfident CEO* pada perusahaan di Indonesia. Hasil penelitian ini memberi gambaran bahwa *overconfident CEO* berpengaruh signifikan terhadap *corporate policies*. Selain itu, pada teori tradisional *finance*, kebijakan-kebijakan perusahaan di Indonesia cenderung menerapkan teori *signaling*.
2. Bagi metodologi, mampu mengembangkan metode yang digunakan dalam penelitian ini yaitu memberikan manfaat tentang penggunaan pengukuran *overconfident CEO* yang belum pernah digunakan pada penelitian di Indonesia dan mampu mengembangkan pengetahuan tentang pengukuran baru yang di adopsi dari penelitian terdahulu serta pengembangan dari hasil penelitian terdahulu.
3. Bagi pengambil kebijakan perusahaan:
 - a. Diperlukan monitoring terhadap kebijakan-kebijakan yang diambil oleh CEO yang *overconfident*. Hal ini berarti bahwa perusahaan perlu menerapkan *Good Corporate Governance (GCG)* yang baik.
 - b. Perlu dipertimbangkan untuk membuat kebijakan mengenai penambahan periode jabatan untuk CEO yang *overconfident* dengan tingkat tertentu, sehingga dampaknya pada nilai perusahaan akan lebih baik atau meningkat.

DAFTAR PUSTAKA

Adam, T., & Goyal, V. K. (2008). The investment opportunity set and its proxy variables. *Journal of Financial Research*, 31(1), 41–63.

- Adam, T. R., Fernando, C. S., & Golubeva, E. (2015). Managerial overconfidence and corporate risk management. *Journal of Banking & Finance*, *60*, 195–208.
- Aggarwal, D., & Padhan, P. C. (2017). Impact of capital structure on firm value: Evidence from Indian Hospitality Industry. *Theoretical Economics Letters*, *7*(4), 982–1000.
- Ahmed, A. S., & Duellman, S. (2013). Managerial overconfidence and accounting conservatism. *Journal of Accounting Research*, *51*(1), 1–30.
- Ajanthan, A. (2013). The relationship between dividend payout and firm profitability: A study of listed hotels and restaurant companies in Sri Lanka. *International Journal of Scientific and Research Publications*, *3*(6), 1–6.
- Akhtaruddin, M., & Hossain, M. (2008). Investment opportunity set, ownership control and voluntary disclosures in Malaysia. *Joaag*, *3*(2), 25–39.
- Alicke, M. D. (1985). Global self-evaluation as determined by the desirability and controllability of trait adjectives. *Journal of Personality and Social Psychology*, *49*(6), 1621.
- Alicke, M. D., Klotz, M. L., Breitenbecher, D. L., Yurak, T. J., & Vredenburg, D. S. (1995). Personal contact, individuation, and the better-than-average effect. *Journal of Personality and Social Psychology*, *68*(5), 804.
- Allen, F., & Michaely, R. (2003). Payout policy. In *Handbook of the Economics of Finance* (Vol. 1, pp. 337–429). Elsevier.
- Almeida, H., & Campello, M. (2001). Financial constraints and investment-cash flow sensitivities: New research directions. *Twelfth Annual Utah Winter Finance Conference*.
- Altioek-Yilmaz, A., & Akben-Selcuk, E. (2010). Information content of dividends: Evidence from Istanbul stock exchange. *International Business Research*, *3*(3), 126.
- Al-Yahyaee, K. H., Pham, T. M., & Walter, T. S. (2011). The information content of cash dividend announcements in a unique environment. *Journal of Banking & Finance*, *35*(3), 606–612.
- Anderson, J. C., & Gerbing, D. W. (1988). Structural equation modeling in practice: A review and recommended two-step approach. *Psychological Bulletin*, *103*(3), 411.
- Anton, S. G. (2016). The impact of dividend policy on firm value. A panel data analysis of romanian listed firms. *Journal of Public Administration, Finance and Law*, *10*, 107–112.
- Antonczyk, R. C., & Salzman, A. J. (2014). Overconfidence and optimism: The effect of national culture on capital structure. *Research in International Business and Finance*, *31*, 132–151.
- Antwi, S., Mills, E. F. E. A., & Zhao, X. (2012). Capital structure and firm value: Empirical evidence from Ghana. *International Journal of Business and Social Science*, *3*(22).
- Baker, H. K., & Nofsinger, J. R. (2002). Psychological biases of investors. *Financial Services Review*, *11*(2), 97–116.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2004a). A catering theory of dividends. *Journal of Finance*, *59*(3), 1125–1165. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00658.x>
- Baker, M., & Wurgler, J. (2004b). Appearing and disappearing dividends: The

- link to catering incentives. *Journal of Financial Economics*, 73(2), 271–288. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.08.001>
- Baker, M., Wurgler, J., & Yuan, Y. (2012). Global, local, and contagious investor sentiment. *Journal of Financial Economics*, 104(2), 272–287.
- Balachandran, B., & Nguyen, J. H. (2018). Does carbon risk matter in firm dividend policy? Evidence from a quasi-natural experiment in an imputation environment. *Journal of Banking & Finance*, 96, 249–267.
- Barber, B. M., & Odean, T. (2001). Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment. *Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 261–292. <https://doi.org/10.1162/003355301556400>
- Barclay, M. J., Smith Clifford W, J., & Morellec, E. (2006). On the debt capacity of growth options. *The Journal of Business*, 79(1), 37–60.
- Barendsen, G. W., Walter, H. M. D., Fowler, J. F., & Bewley, D. K. (1963). Effects of different ionizing radiations on human cells in tissue culture: III. Experiments with cyclotron-accelerated alpha-particles and deuterons. *Radiation Research*, 18(1), 106–119.
- Baron, R. M., & Kenny, D. A. (1986). The moderator–mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations. *Journal of Personality and Social Psychology*, 51(6), 1173.
- Barros, L. A. B. de C., & Di Miceli da Silveira, A. (2007a). Overconfidence, managerial optimism and the determinants of capital structure. *Available at SSRN 953273*.
- Barros, L. A. B. de C., & Di Miceli da Silveira, A. (2007b). Overconfidence, managerial optimism and the determinants of capital structure. *Available at SSRN 953273*.
- Baskin, J. (1989). An empirical investigation of the pecking order hypothesis. *Financial Management*, 26–35.
- Bei Ye; Jianguo Yuan. (2008). FIRM VALUE, MANAGERIAL CONFIDENCE, AND INVESTMENTS The Case of China. *Journal of Leadership Studies*, 2(3). <https://doi.org/10.1002/jls>
- Ben Atitallah Rihab, & Ben Jedidia Lotfi. (2016). Managerial Overconfidence and Debt Decisions. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 12(4). <https://doi.org/10.17265/1548-6583/2016.04.004>
- Ben-David, I., Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2007a). Managerial Overconfidence and Corporate Policies. *NBER Working Paper*, December, 1–57. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1079308>
- Ben-David, I., Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2007b). *Managerial overconfidence and corporate policies*. National Bureau of Economic Research.
- Ben-David, I., Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2013). Managerial miscalibration. *The Quarterly Journal of Economics*, 128(4), 1547–1584.
- Ben-David, I., & Hirshleifer, D. (2012). Are investors really reluctant to realize their losses? Trading responses to past returns and the disposition effect. *Review of Financial Studies*, 25(8), 2485–2532. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhs077>
- Bergstresser, D., Desai, M., & Rauh, J. (2006). Earnings manipulation, pension assumptions, and managerial investment decisions. *The Quarterly Journal*

- of *Economics*, 121(1), 157–195.
- Berk, J. B., Stanton, R., & Zechner, J. (2010). Human capital, bankruptcy, and capital structure. *The Journal of Finance*, 65(3), 891–926.
- Bernheim, B. D., & Rangel, A. (2008). Choice-theoretic foundations for behavioral welfare economics. *The Foundations of Positive and Normative Economics: A Handbook*, 155–192.
- Biddle, G. C., Bowen, R. M., & Wallace, J. S. (1997). Does EVA® beat earnings? Evidence on associations with stock returns and firm values. *Journal of Accounting and Economics*, 24(3), 301–336.
- Biddle, G. C., Hilary, G., & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 48(2–3), 112–131.
- Blyth, M. L., Friskey, E. A., & Rappaport, A. (1986). Implementing the shareholder value approach. *Journal of Business Strategy*.
- Bodie, Z., & Brière, M. (2013). *Sovereign Wealth and Risk Management: A New Framework for Optimal Asset Allocation of Sovereign Wealth*. Université Paris-Dauphine.
- Bradley, M., Jarrell, G. A., & Kim, E. H. (1984). On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence. *The Journal of Finance*, 39(3), 857–878.
- Brainard, W. C., & Tobin, J. (1968). ECONOMETRIC MODELS: THEIR PROBLEMS AND USEFULNESS PITFALLS IN FINANCIAL MODEL BUILDING. *American Economic Review*, 58(2).
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2015). *Fundamentals of Financial Management Concise 8E*.
- Brown, R., & Sarma, N. (2007). CEO overconfidence, CEO dominance and corporate acquisitions. *Journal of Economics and Business*, 59(5), 358–379.
- Budagaga, A. (2017). Dividend payment and its impact on the value of firms listed on Istanbul stock exchange: A residual income approach. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(2), 370.
- Bush, E. C., & Allman, J. M. (2003). The scaling of white matter to gray matter in cerebellum and neocortex. *Brain, Behavior and Evolution*, 61(1), 1–5.
- Buss, D. M. (2009). How can evolutionary psychology successfully explain personality and individual differences? *Perspectives on Psychological Science*, 4(4), 359–366.
- Camerer, C., & Lovo, D. (1999). Overconfidence and excess entry: An experimental approach. *American Economic Review*, 89(1), 306–318.
- Campbell, G., & Turner, J. D. (2011). Substitutes for legal protection: Corporate governance and dividends in Victorian Britain. *Economic History Review*, 64(2), 571–597. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0289.2010.00545.x>
- Campbell, T. C., Gallmeyer, M., Johnson, S. A., Rutherford, J., & Stanley, B. W. (2011). CEO optimism and forced turnover. *Journal of Financial Economics*, 101(3), 695–712. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.03.004>
- Chan, S. H., Martin, J. D., & Kensinger, J. W. (1990). Corporate research and development expenditures and share value. *Journal of Financial Economics*, 26(2), 255–276.
- Chang, C. (1992). Capital structure as an optimal contract between employees and investors. *The Journal of Finance*, 47(3), 1141–1158.

- Charitou, A., Lambertides, N., & Theodoulou, G. (2011). Losses, dividend reductions, and market reaction associated with past earnings and dividends patterns. In *Journal of Accounting, Auditing and Finance* (Vol. 26, Issue 2). <https://doi.org/10.1177/0148558X11401220>
- Chen, C. X., Gores, T., & Nasev, J. (2013). Managerial overconfidence and cost stickiness. *Available at SSRN 2208622*.
- Chen, R., El Ghouli, S., Guedhami, O., & Wang, H. (2017). Do state and foreign ownership affect investment efficiency? Evidence from privatizations. *Journal of Corporate Finance*, 42, 408–421.
- Chen, S., & Dodd, J. L. (1997). Economic value added (EVA™): An empirical examination of a new corporate performance measure. *Journal of Managerial Issues*, 318–333.
- Chen, S., Sun, Z., Tang, S., & Wu, D. (2011). Government intervention and investment efficiency: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 17(2), 259–271.
- Chen, S., Zheng, H., & Wu, S. (2011). Senior manager overconfidence, managerial discretion and dividend policy: A study of Chinese listed companies. *African Journal of Business Management*, 5(32), 12641–12652.
- Chen, T. (2018). Dragon CEOs and Firm Value. *Australian Economic Review*, 51(3), 382–395. <https://doi.org/10.1111/1467-8462.12277>
- Chin, W. W., & Gopal, A. (1995). Adoption intention in GSS: relative importance of beliefs. *ACM SIGMIS Database: The DATABASE for Advances in Information Systems*, 26(2–3), 42–64.
- Chin, W. W., Gopal, A., & Salisbury, W. D. (1997). Advancing the theory of adaptive structuration: The development of a scale to measure faithfulness of appropriation. *Information Systems Research*, 8(4), 342–367.
- Cho, M.-H. (1998). Ownership structure, investment, and the corporate value: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 47(1), 103–121.
- Chowdhury, A., & Chowdhury, S. P. (2010). Impact of capital structure on firm's value: Evidence from Bangladesh. *Business and Economic Horizons (BEH)*, 3(1232-2016–101116), 111–122.
- Chung, K. H., Wright, P., & Charoenwong, C. (1998). Investment opportunities and market reaction to capital expenditure decisions. *Journal of Banking & Finance*, 22(1), 41–60.
- Cooper, A. C., Woo, C. Y., & Dunkelberg, W. C. (1988). Entrepreneurs' perceived chances for success. *Journal of Business Venturing*, 3(2), 97–108.
- Cooper, D. R., & Schindler, P. S. (2014). *Business research methods*. McGraw-Hill.
- Copeland, T. E., Weston, J. F., & Shastri, K. (2005). *Financial theory and corporate policy* (Vol. 4). Pearson Addison Wesley Boston.
- Cordeiro, L. (2011). Managerial Overconfidence and Dividend Policy. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1343805>
- Cornell, B. (1979). Asymmetric information and portfolio performance measurement. *Journal of Financial Economics*, 7(4), 381–390.
- Daniel Kahneman and Amos Tversky. (1973). On the psychology of prediction. *Psychological Review*, 80(4). [https://doi.org/10.1016/0010-0277\(79\)90023-4](https://doi.org/10.1016/0010-0277(79)90023-4)
- Daniel Kahneman and Amos Tversky. (1979). Prospect Theory: An Analysis of

- Decision under Risk. *Econometrica*, 47, 263–292. <https://doi.org/10.1558/jsrnc.v4i1.24>
- Dashtbayaz, M. L., & Mohammadi, S. (2016a). The effect of managerial overconfidence on firm value: Evidence from companies listed in Tehran stock exchange. *International Journal of Accounting and Economics Studies*, 4(1), 32. <https://doi.org/10.14419/ijaes.v4i1.5818>
- Dashtbayaz, M. L., & Mohammadi, S. (2016b). The effect of managerial overconfidence on investment. *International Journal of Accounting and Economics Studies*, 4, 21–23.
- Davies, R. B. (2005). State tax competition for foreign direct investment: A winnable war? *Journal of International Economics*, 67(2), 498–512.
- De Bondt, W. F. M., & Thaler, R. (1985). Does the stock market overreact? *The Journal of Finance*, 40(3), 793–805.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D. J. (2008). Corporate payout policy. *Foundations and Trends in Finance*, 3(2–3), 95–287. <https://doi.org/10.1561/05000000020>
- Del Brio, E., De Miguel, A., & Pindado, J. (2003). Investment and firm value: An analysis using panel data. *Applied Financial Economics*, 13(12), 913–923.
- Deshmukh, S., Goel, A. M., & Howe, K. M. (2008). CEO overconfidence and dividend policy: Theory and evidence. *Report, DePaul University, Chicago, USA*, 1–39.
- Deshmukh, S., Goel, A. M., & Howe, K. M. (2013a). CEO overconfidence and dividend policy. *Journal of Financial Intermediation*, 22(3), 440–463.
- Deshmukh, S., Goel, A. M., & Howe, K. M. (2013b). CEO overconfidence and dividend policy. *Journal of Financial Intermediation*, 22(3), 440–463. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2013.02.003>
- Diamantopoulos, A. (2011). Incorporating formative measures into covariance-based structural equation models. *Mis Quarterly*, 335–358.
- Diba, W. B. (2012). *The effect of managerial overconfidence on capital structure of firms' listed on the Nairobi Securities Exchange*.
- Doukas, J. A., & Petmezas, D. (2007). Acquisitions, overconfident managers and self-attribution bias. *European Financial Management*, 13(3), 531–577.
- Drobetz, W., & Momtaz, P. P. (2020). Antitakeover Provisions and Firm Value: New Evidence from the M&A Market. *Journal of Corporate Finance*, 62, 101594. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101594>
- Ehrhardt, M. C., & Brigham, E. F. (2016). *Corporate finance: A focused approach*. Cengage learning.
- Eichholtz, P., & Yönder, E. (2014). *Overconfidence and Corporate Decision Making: Evidence from REIT Property Transactions*.
- Endri, E., & Fathony, M. (2020). Determinants of firm's value: Evidence from financial industry. *Management Science Letters*, 10(1), 111–120.
- Eugene F. Fama, K. R. F. (2001). Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, 60, 3–43. <https://doi.org/10.4172/1948-593X.1000037>
- Fairchild, R. (2009). Managerial overconfidence, moral hazard problems, and excessive life-cycle debt sensitivity. *Investment Management and Financial Innovations*, 6, Iss. 3, 35–42.
- Fama, E. F. (1965). The behavior of stock-market prices. *The Journal of Business*,

- 38(1), 34–105.
- Fama, E. F. (1978). The effects of a firm's investment and financing decisions on the welfare of its security holders. *The American Economic Review*, 68(3), 272–284.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1997). Industry costs of equity. *Journal of Financial Economics*, 43(2), 153–193.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1998). Taxes, financing decisions, and firm value. *The Journal of Finance*, 53(3), 819–843.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *The Review of Financial Studies*, 15(1), 1–33.
- Faulkender, M., & Wang, R. (2006). Corporate financial policy and the value of cash. *The Journal of Finance*, 61(4), 1957–1990.
- Fazzari, S., Hubbard, R. G., & Petersen, B. C. (1987). *Financing constraints and corporate investment*.
- Fedyk, A. (2014). Overcoming Overconfidence: Teamwork and Self-Control. *SSRN Electronic Journal*, 1–36. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2432221>
- Fenton-O'Creevy, M., Nicholson, N., Soane, E., & Willman, P. (2003). Trading on illusions: Unrealistic perceptions of control and trading performance. *Journal of Occupational and Organizational Psychology*, 76(1), 53–68.
- Fernandez, P. (2001). EVA, economic profit and cash value added do not measure shareholder value creation. *Fecha de Publicación*, 22.
- Fischer, E. O., Heinkel, R., & Zechner, J. (1989). Dynamic capital structure choice: Theory and tests. *The Journal of Finance*, 44(1), 19–40.
- Fischhoff, B., Slovic, P., & Lichtenstein, S. (1977). Knowing with certainty: The appropriateness of extreme confidence. *Journal of Experimental Psychology: Human Perception and Performance*, 3(4), 552–564. <https://doi.org/10.4324/9780203141939>
- FOROGHI, D., & MOAZENI, N. (2018). THE EFFECT OF CEO OVERCONFIDENCE ON FIRM VALUE. *JOURNAL OF FINANCIAL ACCOUNTING KNOWLEDGE*, 4(4 (15) #A0081), 65–83.
- Frank H. Easterbrook. (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *The American Economic Review*, 74(4), 650–659.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: Which factors are reliably important? *Financial Management*, 38(1), 1–37.
- Friend, I., & Lang, L. H. P. (1988). An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure. *The Journal of Finance*, 43(2), 271–281.
- Galasso, A., & Simcoe, T. S. (2011). CEO overconfidence and innovation. *Management Science*, 57(8), 1469–1484.
- Gervais, S., & Odean, T. (2001). Learning to be overconfident. *Review of Financial Studies*, 14(1), 1–27. <https://doi.org/10.1093/rfs/14.1.1>
- Giang, N. T., & Tuan, D. A. (2016). *Financial performance, dividend payment and firm value an exploratory research on Vietnam listed firms in the food and drink industry*.
- Glaser, M., Langer, T., & Weber, M. (2005). *Overconfidence of professionals and lay men: Individual differences within and between tasks?*
- Goel, A. M., & Thakor, A. V. (2008). Overconfidence , CEO Selection ,. *The*

- Journal of Finance*, 63(6), 2737–2784.
- Gordon, M. J. (1959). DIVIDENDS , EARNINGS , AND STOCK PRICES. *The Review of Economics and Statistics*, 41(2), 99–105.
- Griner, E. H., & Gordon, L. A. (1995). Internal cash flow, insider ownership, and capital expenditures: A test of the pecking order and managerial hypotheses. *Journal of Business Finance & Accounting*, 22(2), 179–199.
- Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1982). Corporate financial structure and managerial incentives. In *The economics of information and uncertainty* (pp. 107–140). University of Chicago Press.
- Gruber, E. J. E. and M. J. (1970). Marginal Stockholder Tax Rates and the Clientele Effect. *The Review of Economics and Statistics*, 52(1), 68–74.
- Grullon, G., Michaely, R., Benartzi, S., & Thaler, R. H. (2005). Dividend changes do not signal changes in future profitability. *The Journal of Business*, 78(5), 1659–1682.
- Grullon, G., Michaely, R., & Swaminathan, B. (2002). Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity? *Journal of Business*, 75(3), 387–424. <https://doi.org/10.1086/339889>
- Hackbarth, D. (2009). Determinants of corporate borrowing: A behavioral perspective. *Journal of Corporate Finance*, 15(4), 389–411. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2009.02.001>
- Hair, J. F., Ringle, C. M., & Sarstedt, M. (2011). PLS-SEM: Indeed a silver bullet. *Journal of Marketing Theory and Practice*, 19(2), 139–152.
- Hambrick, D. C., & Cannella Jr, A. A. (2004). CEOs who have COOs: Contingency analysis of an unexplored structural form. *Strategic Management Journal*, 25(10), 959–979.
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *The Journal of Finance*, 46(1), 297–355.
- Hasnawati, S. (2005). Dampak Set Peluang Investasi Terhadap Nilai Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta. *Jaai*, 9(2), 117–126.
- Hasnawati, S. (2017). Kebijakan Dividen Di Bursa Efek Indonesia Pada Perusahaan Kelompok Lq 45. *Jurnal Manajemen*, 21(1), 132. <https://doi.org/10.24912/jm.v21i1.152>
- He, Y., Chen, C., & Hu, Y. (2019). Managerial overconfidence, internal financing, and investment efficiency: Evidence from China. *Research in International Business and Finance*, 47, 501–510.
- Heaton, J. B. (2002). Managerial optimism and corporate finance. *Financial Management*, 33–45.
- Hirshleifer, D., Low, A., & Teoh, S. H. (2012). Are overconfident CEOs better innovators? *The Journal of Finance*, 67(4), 1457–1498.
- HOANG, L. X., DANG, D. Q., & TRAN, T. D. (2020). The Role of Overconfident CEO to Dividend Policy in Industrial Enterprises. *The Journal of Asian Finance, Economics, and Business*, 7(7), 361–367.
- Hossain, M., Ahmed, K., & Godfrey, J. M. (2005). Investment opportunity set and voluntary disclosure of prospective information: A simultaneous equations approach. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(5-6), 871–907.
- Hribar, P., & Yang, H. (2016). CEO overconfidence and management forecasting. *Contemporary Accounting Research*, 33(1), 204–227.
- Hsiao, H.-F., Hsu, C.-Y., Li, C.-A., & Hsu, A.-C. (2011). The relationship among

- managerial sentiment, corporate investment, and firm value: Evidence from Taiwan. *Emerging Markets Finance and Trade*, 47(2), 99–111.
- Hsu, C., Novoselov, K. E., & Wang, R. (2017). Does accounting conservatism mitigate the shortcomings of CEO overconfidence? *The Accounting Review*, 92(6), 77–101.
- Huang, J. J., Shen, Y., & Sun, Q. (2011). Nonnegotiable shares, controlling shareholders, and dividend payments in China. *Journal of Corporate Finance*, 17(1), 122–133. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2010.09.007>
- Huang, R., Tan, K. J. K., & Faff, R. W. (2016). CEO overconfidence and corporate debt maturity. *Journal of Corporate Finance*, 36, 93–110. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.10.009>
- Ichniowski, C., & Shaw, K. (2003). Beyond incentive pay: Insiders' estimates of the value of complementary human resource management practices. *Journal of Economic Perspectives*, 17(1), 155–180.
- Islam, M. R., & Nguyen, N. (2020). Comparison of financial models for stock price prediction. *Journal of Risk and Financial Management*, 13(8), 181.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure."
- Jin, L., & Kothari, S. P. (2005). Determinants of management ownership of unrestricted equity: Overconfidence versus tax explanations. *EFA 2005 Moscow Meetings Paper*.
- Kadioglu, E., Telçeken, N., & Ocal, N. (2015). Market reaction to dividend announcement: Evidence from Turkish stock market. *International Business Research*, 8(9), 83–94.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1982). The psychology of preferences. *Scientific American*, 246(1), 160–173.
- Kallapur, S., & Trombley, M. A. (1999). The association between investment opportunity set proxies and realized growth. *Journal of Business Finance & Accounting*, 26(3-4), 505–519.
- Kang, J., Kang, J. K., Kang, M., & Kim, J. (2017). Are Overconfident CEOs Good Managers in Times of High Economic Uncertainty. *Conference on Asia-Pacific Financial Markets, Working Paper, Nanyang Technological University*.
- Kang, J., Kang, J.-K., Kang, M., & Kim, J. (2018). Investment and Firm Value Under High Economic Uncertainty: The Beneficial Effect of Overconfident CEOs. *SSRN Electronic Journal*, 639798(December). <https://doi.org/10.2139/ssrn.3140209>
- Kang, T., Lobo, G. J., & Wolfe, M. C. (2017). Accounting conservatism and firm growth financed by external debt: The role of debt maturity. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 32(2), 182–208.
- Kaplan, S. N., & Zingales, L. (1997). Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? *The Quarterly Journal of Economics*, 112(1), 169–215.
- Kasiani, M., Namazian, A., Zeydabadi, F. A., & Taghinejad, Z. (2015). *MANAGERIAL OVERCONFIDENCE AND FIRMVALUE*.
- Khémiri, W., & Noubbigh, H. (2018). Determinants of capital structure: Evidence

- from sub-Saharan African firms. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 70, 150–159.
- Kodongo, O., Mokoaleli-Mokoteli, T., & Maina, L. N. (2015). Capital structure, profitability and firm value: Panel evidence of listed firms in Kenya. *African Finance Journal*, 17(1), 1–20.
- Köksal, B., & Orman, C. (2015). Determinants of capital structure: Evidence from a major developing economy. *Small Business Economics*, 44(2), 255–282.
- Koo, J.-H., & Yang, D. (2018). Managerial overconfidence, self-attribution bias, and downwardly sticky investment: Evidence from Korea. *Emerging Markets Finance and Trade*, 54(1), 144–161.
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911–922.
- Kruger, J., & Dunning, D. (1999). Unskilled and unaware of it: How difficulties in recognizing one's own incompetence lead to inflated self-assessments. *Journal of Personality and Social Psychology*, 77(6), 1121.
- Kufepaksi, M. (2007). *The Effect of Overconfident Behavior on the Process of Forming and Correcting The Values of The Security in Market Experiment: The Implication of Self Deceptive Behavior in a Security Market*. Dissertation, unpublished.
- Kufepaksi, M. (2008). Overconfident Behavior in a Security Market, the Implication of Self Deceptive Behavior in Price Discovery Processes—a Market Experiment. *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Indonesia*, 23(1), 77–97.
- Kufepaksi, M. (2016). *PERILAKU PENIPUAN DIRI DI BURSA SAHAM*. expert.
- La Rocca, M., Neha, N., & La Rocca, T. (2019). Female management, overconfidence and debt maturity: European evidence. *Journal of Management and Governance*, 1–35.
- Lai, S.-M., & Liu, C.-L. (2018). Management characteristics and corporate investment efficiency. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 25(3–4), 295–312.
- Lam Detzler, M., & Machuga, S. M. (2002). Earnings management surrounding top executive turnover in Japanese firms. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 5(03), 343–371.
- Larkin, I., & Leider, S. (2012). Incentive schemes, sorting, and behavioral biases of employees: Experimental evidence. *American Economic Journal: Microeconomics*, 4(2), 184–214.
- Larwood, L., & Whittaker, W. (1977). Managerial myopia: Self-serving biases in organizational planning. *Journal of Applied Psychology*, 62(2), 194.
- Leland, H. E. (1998). Agency costs, risk management, and capital structure. *The Journal of Finance*, 53(4), 1213–1243.
- Li, J., & Tang, Y. I. (2010). CEO hubris and firm risk taking in China: The moderating role of managerial discretion. *Academy of Management Journal*, 53(1), 45–68.
- Libby, R., & Rennekamp, K. (2012). Self-serving attribution bias, overconfidence, and the issuance of management forecasts. *Journal of Accounting Research*, 50(1), 197–231.
- Lintner J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97–113.

- Litner, J. (1998). The Valuation of Risk Assets and The Selection of Risky Investments in Portfolios and Capital Budgets. *Review of Economics and Statistics*, 47.
- Liu, Y., & Taffler, R. (2008). CEO overconfidence in M&A decision making and its impact on firm performance. *Annual Conference of the French Finance Association*, 20–22.
- Loncan, T. R., & Caldeira, J. F. (2014). Capital structure, cash holdings and firm value: A study of Brazilian listed firms. *Revista Contabilidade & Finanças*, 25(64), 46–59.
- Long, M. S., & Malitz, I. B. (1985). Investment patterns and financial leverage. In *Corporate capital structures in the United States* (pp. 325–352). University of Chicago Press.
- López-Iturriaga, F. J., & Rodríguez-Sanz, J. A. (2001). Ownership structure, corporate value and firm investment: A simultaneous equations analysis of Spanish companies. *Journal of Management and Governance*, 5(2), 179–204.
- Love, I., & Klapper, L. F. (2002). *Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets*. The World Bank.
- Ma, C., & Liu, Z. (2017). Effects of M&As on innovation performance: Empirical evidence from Chinese listed manufacturing enterprises. *Technology Analysis and Strategic Management*, 29(8), 960–972. <https://doi.org/10.1080/09537325.2016.1260104>
- MacKay, P. (2003). Real flexibility and financial structure: An empirical analysis. *The Review of Financial Studies*, 16(4), 1131–1165.
- Majanga, B. (2015). The dividend effect on stock price-An empirical analysis of Malawi listed companies. *Accounting and Finance Research*, 4(3).
- Malmendier, U. & G. T. (2004). WHO MAKES ACQUISITIONS? CEO OVERCONFIDENCE AND THE MARKET'S REACTION. *NBER WORKING PAPER SERIES WHO*, September, 55.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2001). CEO overconfidence and corporate investment. *Harvard University*.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2002). *Does CEO overconfidence drive corporate acquisitions*.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2003). *Are small investors naive*. Stanford University Working Paper.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2005a). CEO overconfidence and corporate investment. *Journal of Finance*, 60(6), 2661–2700. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00813.x>
- Malmendier, U., & Tate, G. (2005b). Malmendier, Ulrike / Tate, Geoffrey (2005b): Does Overconfidence Affect Corporate Investment? CEO Overconfidence Measures Revisited, *European Financial Management* 11, 649–659. *European Financial Management*, 11(5), 649–659. <https://doi.org/10.1111/j.1354-7798.2005.00302.x>
- Malmendier, U., & Tate, G. (2008). Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 20–43.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2015). Behavioral CEOs: The role of managerial overconfidence. *Journal of Economic Perspectives*, 29(4), 37–60.

<https://doi.org/10.1257/jep.29.4.37>

- Malmendier, U., Tate, G., & Yan, J. (2011a). Overconfidence and Early-Life Experiences: The Effect of Managerial Traits on Corporate Financial Policies. *The Journal of Finance*, 66(5), 1687–1733. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2011.01685.x>
- Malmendier, U., Tate, G., Yan, J., Baker, M., Fahlenbrach, R., Faulkender, M., Frank, M., Hackbarth, D., Jenter, D., Stein, J., Strebulaev, I., Subrahmanyam, A., & Wurgler, J. (2010). NBER WORKING PAPER SERIES OVERCONFIDENCE AND EARLY-LIFE EXPERIENCES: THE IMPACT OF MANAGERIAL TRAITS ON CORPORATE FINANCIAL POLICIES Overconfidence and Early-life Experiences: The Impact of Managerial Traits on Corporate Financial Policies. *NBER WORKING PAPER SERIES OVERCONFIDENCE*.
- Malmendier, U., Tate, G., & Yan, J. O. N. (2011b). Overconfidence and Early-Life Experiences: The Effect of Managerial Traits on Corporate Financial Policies. *The Journal of Finance*, LXVI(5).
- Marsh, H. W., Balla, J. R., & McDonald, R. P. (1988). Goodness-of-fit indexes in confirmatory factor analysis: The effect of sample size. *Psychological Bulletin*, 103(3), 391.
- Marsh, P. (1982). The choice between equity and debt: An empirical study. *The Journal of Finance*, 37(1), 121–144.
- Masum, A. (2014). Dividend policy and its impact on stock price—A study on commercial banks listed in Dhaka stock exchange. *Global Disclosure of Economics and Business*, 3(1).
- Mefteh, S., & Oliver, B. R. (2007). Capital structure choice: The influence of confidence in France. *French Finance Association Conference, Bordeaux, France*.
- Merkle, C. (2017). Financial overconfidence over time: Foresight, hindsight, and insight of investors. *Journal of Banking & Finance*, 84, 68–87.
- Miglo, A. (2018). Crowdfunding in a duopoly under asymmetric information. *Available at SSRN 3193864*.
- Miller, D. T., & Ross, M. (1975). Self-serving biases in the attribution of causality: Fact or fiction? *Psychological Bulletin*, 82(2), 213.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961a). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411–433.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961b). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411–433.
- Miller, M. H., & Scholes, M. S. (1982). Dividends and Taxes: Some Empirical Evidence. *Journal of Political Economy*, 90(6), 1118–1141. <https://doi.org/10.1086/261114>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297.
- Morgado, A., & Pindado, J. (2003). The underinvestment and overinvestment hypotheses: An analysis using panel data. *European Financial Management*, 9(2), 163–177.
- Mueller, D. C. (1972). A Life Cycle Theory of the Firm. *The Journal of Industrial Economics*, 20(3), 199–219.

- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147–175.
- MYERS, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574–592. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*. National Bureau of Economic Research.
- Nofsinger, J. (2001). *Behavioral Finance*. Hoboken, New Jersey.
- Nwamaka, O. C., & Ezeabasili, V. (2017). Effect of dividend policies on firm value: Evidence from quoted firms in Nigeria. *International Journal of Management Excellence*, 8(2), 956–967.
- Ochieng, Y. S. (2016). The effect of dividend policy on the value of firms listed at the Nairobi Securities Exchange. *Unpublished Doctoral Dissertation, University Of Nairobi, Kenya*.
- Odean, T. (1998). Do investors trade too much? *The American Economic Review*, 606–632.
- Odeleye, A. T. (2018). Quality of Corporate Governance on Dividend Payouts: The Case of Nigeria. *African Development Review*, 30(1), 19–32.
- Oliver. (2005a). The Impact of Management Confidence on Capital Structure Barry R Oliver. *School of Finance and Applied Statistics, 2005*, 1–23.
- Oliver, B. R. (2005b). The impact of management confidence on capital structure. *Available at SSRN 791924*.
- Olsen, R. A. (1998). Behavioral finance and its implications for stock-price volatility. *Financial Analysts Journal*, 54(2), 10–18.
- Park, C., & Kim, H. (2009). The effect of managerial overconfidence on leverage. *International Business & Economics Research Journal (IBER)*, 8(12).
- Pikulina, E., Renneboog, L., & Tobler, P. N. (2017). Overconfidence and investment: An experimental approach. *Journal of Corporate Finance*, 43, 175–192. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.01.002>
- Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (2005). *Do the Values of Corporate Cash Holdings and Dividends Depend on Governance? A cross-country analysis*.
- Pitz, G. F. (1974). *Subjective probability distributions for imperfectly known quantities*.
- Plous, S. (1993). *The psychology of judgment and decision making*. McGraw-Hill Book Company.
- Proffitt, K. A. (2013). *Dividend policy and stock price volatility in the US equity capital market*.
- Purhanudin, N. (2015). Managerial Overconfidence and Debt Maturity Structure of Malaysian Construction and Material Companies. *Review of Contemporary Business Research*, 4(1). <https://doi.org/10.15640/rcbr.v4n1a4>
- Purhanudin, N., & Zakaria, Z. (2015). Managerial Overconfidence and Debt Maturity Structure of Malaysian Construction and Material Companies. *Review of Contemporary Business Research*, 1(4), 32–39.
- Qin, B., Mohan, A. W., & Kuang, Y. F. (2015). CEO Overconfidence and Cost Stickiness. *Management Control & Accounting*, 2, 26–32.
- Rafael La Porta Florencio Lopez-de-Silanes Andrei Shleifer Robert W. Vishny.

- (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *The Journal of Finance*, 3, 368.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421–1460.
- Rappaport, A. (1999). *Creating shareholder value: A guide for managers and investors*. Simon and Schuster.
- Ray, R. (2001). Economic Value Added: Theory, Evidence, A Missing Link. *Review of Business*, 22.
- Rehman, O. U. (2016). Impact of capital structure and dividend policy on firm value. *Journal of Poverty, Investment and Development*, 21(1), 40–57.
- Richard H. Thaler & H. M. Shefrin. (1981). An Economic Theory of Self-Control. *Journal of Political Economy*, 89(2), 392–406.
- Rizqia, D. A., & Sumiati, S. A. (2013). Effect of managerial ownership, financial leverage, profitability, firm size, and investment opportunity on dividend policy and firm value. *Research Journal of Finance and Accounting*, 4(11), 120–130.
- Rock, K., & Miller, M. H. (1985). Dividend Policy under Asymmetric Information. *The Journal of Finance*, 40(4), 1031–1051.
- Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of Business*, 197–216.
- Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: The incentive-signalling approach. *The Bell Journal of Economics*, 23–40.
- Russel, J., & Fuller, C. (2000). Behavioral Finance and The Source of Executive. *Year I*, 38.53-73.
- Russo, J. E., & Schoemaker, P. J. (1992). Managing overconfidence. *Sloan Management Review*, 33(2), 7–17.
- Russo, J., & Schoemaker, P. (1992). Managing overconfidence. *Sloan Management Review*, 33(2), 7.
- Sadaqat, S. H. S., Xinping, X., Khan, M. A., & Harjan, S. A. (2018). Investor and Manager Overconfidence Bias and Firm Value: Micro-level Evidence from the Pakistan Equity Market. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 8(5), 190–199.
- Schrand, C. M., & Zechman, S. L. C. (2012). Executive overconfidence and the slippery slope to financial misreporting. *Journal of Accounting and Economics*, 53(1–2), 311–329. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2011.09.001>
- Shah, S. S. H., Xinping, X., Khan, M. A., & Harjan, S. A. (2018). Investor and manager overconfidence bias and firm value: Micro-level evidence from the Pakistan equity market. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 8(5), 190.
- Sharif, I., Adnan, A. L. I., & Jan, F. A. (2015). Effect of dividend policy on stock prices. *Business & Management Studies: An International Journal*, 3(1), 56–87.
- Shefrin, H. (2000). Recent Developments in Behavioral Finance. *THE JOURNAL OF PRIVATE PORTFOLIO MANAGEMENT*, 25–37.
- Shefrin, H. (2001). BEHAVIORAL CORPORATE FINANCE. *Journal Of Applied Corporate Finance*, 14(3), 113–124. <https://doi.org/10.1111/j.1745->

6622.1999.tb00009.x

- Shefrin, H., & Belotti, M. L. (2007a). *Behavioral finance: Biases, mean-variance returns, and risk premiums*. 24(2), 4–12.
- Shefrin, H., & Belotti, M. L. (2007b). Behavioral finance: Biases, mean-variance returns, and risk premiums. *CFA Institute Conference Proceedings Quarterly*, 24(2), 4–12.
- Shefrin, H. M., & Statman, M. (1984). EXPLAINING INVESTOR PREFERENCE FOR CASH DIVIDENDS. *Journal of Financial Economics*, 13(November 1983), 253–282.
- Shefrin, H., & Statman, M. (1999). Behavioral portfolio theory. Available at SSRN 5947.
- Shiller, R. J. (2000). Measuring bubble expectations and investor confidence. *The Journal of Psychology and Financial Markets*, 1(1), 49–60.
- Shiller, R. J. (2006). Long-term perspectives on the current boom in home prices. *The Economists' Voice*, 3(4).
- Shiller, R. J. (2007). *Understanding recent trends in house prices and home ownership*. National Bureau of Economic Research.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). The limits of arbitrage. *The Journal of Finance*, 2(1), 79–101. <https://doi.org/10.2307/2329555>
- Shlomo Benartzi, R. M. and R. T. (1997). Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past? *Journal of Finance*, 52(3), 1007–1034. <https://doi.org/10.2469/dig.v28.n1.219>
- Short, H., Zhang, H., & Keasey, K. (2002). The link between dividend policy and institutional ownership. *Journal of Corporate Finance*, 8(2), 105–122.
- Simon, H. (1957). A behavioral model of rational choice. *Models of Man, Social and Rational: Mathematical Essays on Rational Human Behavior in a Social Setting*, 241–260.
- Skala, D. (2008). Overconfidence in psychology and finance-an interdisciplinary literature review. *Bank I Kredyt*, 4, 33–50.
- Skinner, D. J., & Soltes, E. (2011). What do dividends tell us about earnings quality? *Review of Accounting Studies*, 16(1), 1–28. <https://doi.org/10.1007/s11142-009-9113-8>
- Slothouber, E. (2010). *The influence of CEO overconfidence on firm value*. Tilburg: Tilburg University.
- Smith, C. W., & Watts, R. L. (1992). The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Financial Economics*, 32(3), 263–292. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(92\)90029-W](https://doi.org/10.1016/0304-405X(92)90029-W)
- Smith, D., & Langfield-Smith, K. (2004). Structural equation modeling in management accounting research: Critical analysis and opportunities. *Journal of Accounting Literature*, 23, 49.
- Stern, J., Stewart, B., & Chew, D. (1995). The EVA financial management system. *Journal of Applied Corporate Finance*, 8(2).
- Strebulaev, I. A. (2007). Do tests of capital structure theory mean what they say? *The Journal of Finance*, 62(4), 1747–1787.
- Stulz, R. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, 26(1), 3–27.
- Sudipto Bhattacharya. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and “The

- Bird in the Hand” Fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 259–270.
- Svenson, O. (1981). Are we all less risky and more skillful than our fellow drivers? *Acta Psychologica*, 47(2), 143–148.
- Tang, C. H., Lee, Y. H., Lee, M. C., & Huang, Y. L. (2020). CEO Characteristics Enhancing the Impact of CEO Overconfidence on Firm Value after Mergers and Acquisitions—A Case Study in China. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 23(1), 1–19. <https://doi.org/10.1142/S0219091520500034>
- Taylor, S. E., & Brown, J. D. (1988). Illusion and well-being: A social psychological perspective on mental health. *Psychological Bulletin*, 103(2), 193.
- Thaler, R. H. (1992). The winner’s curse. *Across the Board*, 29, 30.
- Titman, S. (1984). The effect of capital structure on a firm’s liquidation decision. *Journal of Financial Economics*, 13(1), 137–151.
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1–19.
- Tobin, J. (1969). A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(1), 15–29.
- Tomak, S. (2013). The impact of overconfidence on capital structure in Turkey. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 3(2), 512–518.
- Tortella, B. D., & Brusco, S. (2003). The Economic Value Added (EVA): An analysis of market reaction. *Advances in Accounting*, 20, 265–290.
- Tran, Q. T. (2021). Local corruption and dividend policy: Evidence from Vietnam. *Economic Analysis and Policy*, 70, 195–205.
- Trevelyan, R. (2008). Optimism, overconfidence and entrepreneurial activity. *Management Decision*.
- Trivers, R. (2000). The elements of a scientific theory of self-deception. *Annals of the New York Academy of Sciences*, 907(1), 114–131.
- Ulrike Malmendier; Geoffrey Tate; Jonathan Yan. (2007). CORPORATE FINANCIAL POLICIES WITH OVERCONFIDENT MANAGERS. *NBER WORKING PAPER SERIES CORPORATE*. <https://doi.org/10.1017/CBO9781107415324.004>
- Varaiya, N., Kerin, R. A., & Weeks, D. (1987). The relationship between growth, profitability, and firm value. *Strategic Management Journal*, 8(5), 487–497.
- Velde, M. T. P. H. Van Der. (2017). *What is the effect of CEO overconfidence on firm value?* 1–82.
- Von Neumann, J., & Morgenstern, O. (1944). *Game theory and economic behavior*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Wang, C.-Y., Chen, Y.-F., & Yu, C.-W. (2013). Managerial optimism and post-financing stock performance in Taiwan: A comparison of debt and equity financing. *Economics Letters*, 119(3), 332–335.
- Warner, J. B. (1977). Bankruptcy costs: Some evidence. *The Journal of Finance*, 32(2), 337–347.
- Weinstein, N. D. (1980). Unrealistic optimism about future life events. *Journal of Personality and Social Psychology*, 39(5), 806.
- Weston, J. F. (1981). Developments in finance theory. *Financial Management*, 5–22.
- Woolridge, J. R. (1983). Dividend changes and security prices. *The Journal of*

- Finance*, 38(5), 1607–1615.
- Wrońska-Bukalska, E. (2018). Power of an overconfident CEO and dividend payment. *Journal of Management and Financial Sciences*, 35, 61–80.
- Wu, C., & Liu, V. W. (2011). *Payout policy and CEO overconfidence*. 1–29.
- Yilmaz, A. K., & Gulay, G. (2006). Dividend policies and price-volume reactions to cash dividends on the stock market: Evidence from the Istanbul Stock Exchange. *Emerging Markets Finance and Trade*, 42(4), 19–49.
- Yu, C. (2014). CEO overconfidence and overinvestment under product market competition. *Managerial and Decision Economics*, 35(8), 574–579.
- Zakaria, Z., Muhammad, J., & Zulkifli, A. H. (2012). The impact of dividend policy on the share price volatility: Malaysian construction and material companies. *International Journal of Economics and Management Sciences*, 2(5), 1–8.

