

**OVERCONFIDENCE DAN NILAI PERUSAHAAN:
STRUKTUR MODAL DAN INVESTASI SEBAGAI PEMEDIASI**

Yuliani
*Fakultas Ekonomi
Universitas Sriwijaya*

Penelitian ini bertujuan untuk menjelaskan dan menganalisis pengaruh overconfidence terhadap nilai perusahaan, peran variabel struktur modal sebagai mediasi pengaruh overconfidence terhadap nilai perusahaan dan peran variabel investasi sebagai mediasi pengaruh overconfidence terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini dilakukan pada sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan periode pengamatan 2007-2012. Metode pengambilan sampel adalah purposive. Jumlah perusahaan yang dianalisis sebanyak 18 perusahaan dan jumlah unit analisis sebanyak 108 pengamatan. Metode analisa data menggunakan Structural Equation Modelling (SEM) berbasis variance yaitu Smart PLS Ver 2.0 M3. Temuan penelitian adalah overconfidence tidak memberikan kontribusi terhadap peningkatan nilai perusahaan. Struktur modal dan investasi berperan sebagai full mediation dalam memengaruhi overconfidence terhadap nilai perusahaan.

Keywords:

Overconfidence, Struktur Modal, Investasi, Nilai Perusahaan

I. PENDAHULUAN

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 (Weinstein, 1980; Alicke & Klotz, 1985) dan fenomena ini sangat sering tampak pada manajer (Cooper, 1988).

Asumsi yang digunakan dalam penelitian keuangan terkait dengan pengambilan keputusan adalah manajer yang rasional. Artinya, bahwa seorang manajer dalam bertindak dan mempertimbangkan *return* atas keputusan keuangan yang diambil. Dalam kenyataan tidak semua manajer bertindak rasional (*bound of rationality*) karena di dalam pengambilan keputusan keuangan, manajer memiliki keyakinan di atas rata-rata atas hasil keputusan yang diambil. Keyakinan tersebut memiliki bias *cognitive* atau dalam *psychology* ekonomi disebut sebagai *overconfidence*. Sejauh ini masih sedikit penelitian yang mempertimbangkan pengaruh variabel *overconfidence* dalam bidang manajemen keuangan khususnya dalam kajian struktur modal dan investasi. Beberapa penelitian yang mengkaji pengaruh *overconfidence* terhadap struktur modal adalah Kim *et al.* (2009); Barros & Silveira (2007); Oliver (2005); Malmendier & Tate (2007). Penelitian yang dilakukan tersebut menemukan bahwa *overconfidence* berpengaruh signifikan dan positif terhadap struktur modal. Sementara Jin & Kothari (2005); Mefteh & Oliver (2007) menemukan bahwa *overconfidence* signifikan dan negatif terhadap struktur modal.

Penelitian tentang pengaruh *overconfidence* terhadap investasi juga masih

relatif sedikit. Temuan Malmendier & Tate (2001, 2005) menemukan pengaruh positif antara *overconfidence* terhadap investasi, sedangkan Davie *et al.* (2007) menemukan bahwa *overconfidence* berpengaruh negatif terhadap investasi. Sementara temuan Glaser *et al.* (2008) menemukan bahwa *overconfidence* tidak signifikan berpengaruh terhadap investasi.

Penelitian mengenai pengaruh *overconfidence* manajer terhadap struktur modal dan investasi di Indonesia sepengetahuan penulis masih terbatas. Di lain pihak, perhatian terhadap *behavioral finance* semakin mendapat tempat dalam penelitian keuangan, namun sebagian besar penelitian difokuskan pada *financial assets*. Masih sangat sedikit yang mengkaji pengaruh *overconfidence* manajer dalam *tangible assets*. Implikasi dari *overconfidence* terhadap keputusan keuangan masih baru dan sampai saat ini masih dieksplorasi oleh para peneliti *behavioral finance*. Beberapa penelitian yang berkaitan dengan *behavioral finance* berangkat dari perspektif manajer yang rasional berinteraksi dengan *overconfidence* investor *outsider*. Kajian terhadap bias *cognitive* manajer dan usaha untuk memahami bagaimana para manajer tersebut dapat memengaruhi keputusan investasi dan keputusan pendanaan masih sangat sedikit (Baker *et al.*, 2004).

Keputusan investasi dibuat berkaitan dengan jenis produk dan jasa yang diproduksi, bagaimana cara untuk pendistribusiannya. Keputusan investasi merupakan salah satu faktor yang memengaruhi nilai perusahaan. Keputusan ini akan nampak pada sisi kiri neraca dalam bentuk aktiva yang dimiliki perusahaan baik *current assets* maupun *fixed assets* atau dikenal dengan struktur kekayaan. Tentunya manajer keuangan akan memilih investasi yang *rate of return* paling tinggi. Tujuan

keputusan investasi perusahaan diartikan bahwa kekayaan perusahaan dapat ditingkatkan jika keputusan adalah memaksimalkan *Net Present Value* (NPV) karena NPV positif mencerminkan kekayaan riil perusahaan sehingga perusahaan sudah memperhatikan nilai waktu uang (Husnan & Pudjiastuti, 2002: 209). Penelitian Fama & French (1997) telah membuktikan bahwa nilai perusahaan semata-mata ditentukan oleh keputusan investasi.

Penelusuran terhadap hasil temuan pengaruh investasi terhadap nilai perusahaan masih belum konsisten. Investasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan ditemui pada penelitian MacKay (2005); Hossain *et al.* (2005); Yoon & Starks (1995); Nopratiwi (2004); Hidayat (2010); Akhtaruddin & Hossain (2008); Efni (2011). Tetapi penelitian lain seperti yang dilakukan Kallapur & Trombley (1999); Suharli (1997) menemukan bahwa investasi tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Investasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan 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. Sebaliknya jika investasi tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan diartikan bahwa perusahaan memiliki defisit atas sejumlah investasi yang dilakukan sehingga akan mengurangi ekuitas dan pada akhirnya akan menurunkan nilai perusahaan.

Berdasarkan uraian diatas maka motivasi penelitian adalah menguji kembali hasil temuan yang belum konsisten antara *overconfidence* terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini mengoperasionalkan variabel struktur modal dan investasi sebagai mediasi pengaruh *overconfidence* terhadap nilai perusahaan. Rumusan masalah penelitian ini

meliputi: 1) Apakah *overconfidence* berpengaruh terhadap nilai perusahaan? 2) Apakah struktur modal sebagai mediasi pengaruh *overconfidence* terhadap nilai perusahaan? 3) Apakah investasi berperan sebagai mediasi pengaruh *overconfidence* terhadap nilai perusahaan?

II. KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS PENELITIAN

Keputusan keuangan yang terdapat dalam manajemen keuangan menjadi penting karena menyangkut keberlangsungan perusahaan dimasa yang akan datang. Oleh sebab itu, setiap keputusan yang diambil pada akhirnya mengarah untuk peningkatan nilai perusahaan secara maksimal. Upaya peningkatan nilai perusahaan diperlukan seorang manajer keuangan yang handal dan mampu mengoptimalkan sumber daya yang ada dalam perusahaan sehingga memperoleh profitabilitas maksimal di masa yang akan datang. Jika manajer bias dalam pengambilan keputusan keuangan akan berdampak pada keberlangsungan perusahaan. secara teori dikenal dengan *behavioral corporate finance* yang mengusulkan bahwa keputusan keuangan dipengaruhi oleh perilaku seorang manajer keuangan. Beberapa literatur yang menjelaskan bahwa *behavioral finance* mengarah pada perilaku manajer yang *overconfidence*. Perilaku ini menyebabkan akan selalu *overconfidence* terhadap *return* investasi, profitabilitas yang dicapai dan sukses meminimalkan risiko.

Manajer yang *overconfidence* yakin bahwa mereka memiliki kemampuan diatas rata-rata dan *underestimate* terhadap *expected cost of bankruptcy* (Hackbarth, 2004). Jika perusahaan dikelola oleh manajer yang *overconfidence* maka kinerja perusahaan akan menjadi lebih baik, sehingga memberikan sinyal positif terhadap

pasar pada akhirnya harga saham mengalami peningkatan. Studi empirik yang dilakukan Fairchild (2006) bahwa pengaruh *overconfidence* terhadap nilai perusahaan berhubungan positif. Justifikasi temuan ini bahwa seorang manajer *overconfidence* akan *overestimate* terhadap kemampuannya, dan *underestimate* terhadap *financial distress*. Berdasarkan uraian diatas maka rumusan hipotesis pertama adalah:

H1: *Overconfidence* berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Perilaku manajerial yang *overconfidence* dapat meningkatkan nilai perusahaan juga memperhatikan sumber pembiayaan. Struktur modal menjadi penting karena dapat mengakibatkan terjadi *bankruptcy* sehingga berpengaruh pada kegiatan perusahaan. Manajer yang *overconfidence* dengan memperhatikan sumber pembiayaan yang tepat maka akan terhindar dari risiko kebangkrutan. Bukti empirik yang menguji hubungan pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan telah banyak dilakukan. Perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang luas biasanya akan memerlukan penggunaan hutang dalam struktur modal yang tinggi sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Teori struktur modal tentang urutan pendanaan mulai dari *internal financing*, hutang dan *equity* dikenal dengan *Pecking Order Hypothesis*. Teori *trade-off* menjelaskan jika pembiayaan cenderung menggunakan hutang karena dengan hutang akan mengurangi *cost of capital* perusahaan sehingga akan ditentukan struktur modal yang optimal. Peneliti seperti Masulis (1983); Sharma (2006) dan Sujono (2010) menemukan bahwa struktur modal

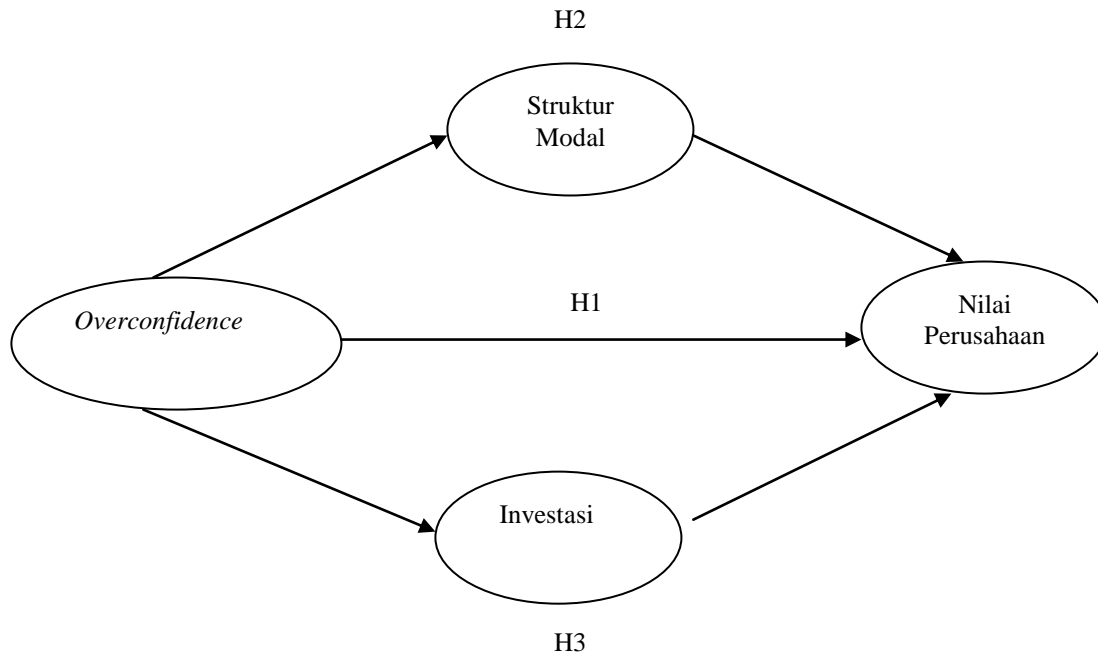
berpengaruh pada peningkatan nilai perusahaan. Sehingga hipotesis kedua penelitian ini:

H2: Struktur modal signifikan memediasi pengaruh *overconfidence* terhadap nilai perusahaan

Peluang investasi menjadi salah satu keputusan keuangan, menentukan jumlah investasi menjadi tugas penting yang harus dipertimbangkan dengan matang. Semakin *overconfidence* perilaku seorang manajer maka semakin meningkat nilai perusahaan. Keputusan investasi menjadi faktor penentu dalam meningkatkan nilai perusahaan (Fama & French, 1997). Pasar akan merespon positif atas peningkatan pertumbuhan investasi karena dapat memberikan jaminan terhadap kesejahteraan *stockholder*. Nilai perusahaan akan diperoleh melalui pemilihan investasi dengan menggunakan kriteria investasi sehingga NPV positif menjadi pertimbangan dalam membuat keputusan investasi yang optimal. Keputusan investasi berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan ditemukan dalam temuan MacKay (2005); Hossain *et al.* (2005); Yoon & Starks (1995); Nopratiwi (2004); Hidayat (2010); Akhtaruddin & Hossain (2008); Efni (2011). Manajer yang *overconfidence* dapat meningkatkan nilai perusahaan ditemukan dalam penelitian Fairchild (2006). Berdasarkan pada uraian ini maka rumusan hipotesis selanjutnya adalah:

H3: Investasi signifikan memediasi pengaruh *overconfidence* terhadap nilai perusahaan

Kerangka konseptual penelitian dapat dilihat pada Gambar 1. di bawah ini.



Gambar 1.
Kerangka Konseptual Penelitian

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 kuantitatif, maka penelitian ini juga dinamakan dengan penelitian konfirmatori yang berfokus pada melakukan konfirmasi teori untuk berlakunya pada suatu obyek penelitian (tertentu).

3.2 Populasi dan Sampel

Populasi penelitian adalah seluruh perusahaan yang termasuk dalam sektor manufaktur di BEI berjumlah 139 perusahaan pada tahun 2012. Teknik penentuan sampel adalah *purposive* dengan kriteria yang dapat dilihat pada Tabel 1. berikut :

Tabel 1.
Kriteria Sampel Penelitian

No	Kriteria	Jumlah Perusahaan
1	Jumlah emiten pada kelompok sektor manufaktur	139
2	Dikeluarkan karena LK tidak lengkap	(46)
	jumlah	93
3	Dikeluarkan karena EBIT negatif	(18)
	Jumlah	75

4	Dikeluarkan karena <i>Retained Earning</i> negative	(35)
	jumlah	40
5	Dikeluarkan karena ekuitas negatif	(22)
	Jumlah perusahaan yang memenuhi kriteria	18

Atas dasar kriteria tersebut, maka jumlah perusahaan yang memenuhi kriteria adalah 18 perusahaan. Unit analisis adalah *pooling data* dengan periode pengamatan

adalah tujuh tahun (2007-2012) sehingga jumlah observasi sebanyak 108 kasus. Daftar perusahaan yang menjadi sampel penelitian disajikan dalam Tabel 2.:

Tabel 2.
Daftar Perusahaan Sampel Penelitian

No	Nama Perusahaan	Kode	Sub sektor
01	Indocement Tunggal P Tbk	INTP	<i>Cement</i>
02	Ekadharna International Tbk	EKAD	<i>Chemicals</i>
03	Charoen Pokphand Indonesia Tbk	CPIN	<i>Animal Feed</i>
04	Astra Otoparts	AUTO	<i>Automotive and Comp.</i>
05	Indo Kordsa Tbk	BRAM	<i>Automotive and Comp.</i>
06	Indospring Tbk	INDS	<i>Automotive and Comp.</i>
07	Selamat Sempurna Tbk	SMSM	<i>Automotive and Comp.</i>
08	Sumi Indo Kabel Tbk	IKBI	<i>Cables</i>
09	Indofood Sukses Makmur Tbk	INDF	<i>Food and Beverages</i>
10	Mayora Indah Tbk	MYOR	<i>Food and Beverages</i>
11	Siantar Top Tbk	STTP	<i>Food and Beverages</i>
12	Ultra Jaya Milk Tbk	ULTJ	<i>Food and Beverages</i>
13	Darya-Varia Laboratoria Tbk	DVLA	<i>Pharmaceuticals</i>
14	Merck Tbk	MERK	<i>Pharmaceuticals</i>
15	Pyridam Farma Tbk	PYFA	<i>Pharmaceuticals</i>
16	Mustika Ratu Tbk	MRAT	<i>Cosmetics and Household</i>
17	Unilever Indonesia Tbk	UNVR	<i>Cosmetics and Household</i>
18	Kedawung Setia Industrial Tbk	KDSI	<i>Houseware</i>

3.3 Data Penelitian

Berdasarkan sumber data maka penelitian ini menggunakan data sekunder. Data tersebut diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) mulai tahun 2006-2012 baik *softcopy* maupun *hardcopy*. Metode pengumpulan data penelitian ini dengan cara mengakses internet dengan membuka website resmi Bursa Efek Indonesia yaitu

<http://www.idx.co.id/MainMenu/Emiten/CompanyProfile/SubmittedOffline>. Dokumen lain yang digunakan *IDX Fact Book 2006-2012*, *Annual Report 2006-2012*, *IDX Monthly* Januari-Desember dari tahun 2006-2012.

3.4 Defenisi Operasional Variabel

Berikut pada Tabel 3. dijelaskan mengenai definisi operasional variabel.

Tabel 3.
Definisi Operasional Variabel

Definisi Teori Variabel	Indikator	Definisi Operasional	Rujukan
<u>Overconfidence</u> (χ) Kim <i>et al</i> (2009): sikap <i>overestimate</i> terhadap kemampuan dan pengetahuan dan atau kualitas dan ketepatan informasi yang diterima.	Indeks Penjualan (<i>SalesIndex</i>) (χ_1)	Kreativitas semua manajer perusahaan yang bersifat jangka panjang. Penetapan tahun dasar adalah tahun 2006	Kim <i>et al</i> (2009); Sujono (2010)
	Pertumbuhan Penjualan (<i>SalesGrowth</i>) (χ_2)	Keberhasilan manajer dalam meningkatkan operasional dan bersifat jangka pendek.	Sujono (2010)
	Size (Ukuran Perusahaan) (χ_3)	Ukuran besarnya perusahaan sebagai proksi semakin besarnya lingkup pengendalian perusahaan	Montgomery (1994);
<u>Struktur Modal</u> (y_1) Damodaran (2006): merupakan keputusan pendanaan terkait dengan sumber dana intern dan ekstern atau ekuitas dan hutang terdapat pada neraca akhir tahun	<i>Debt to Asset Ratio</i> (y_{11})	Mencerminkan jaminan aktiva atas total hutang perusahaan	Saffieddine & Titman (1977); Kim <i>et al</i> (1988)
	<i>Debt to Equity Ratio</i> (y_{12})	Mencerminkan jaminan ekuitas atas total hutang perusahaan	Efni (2011)
	<i>Long Term Debt to Equity</i> (y_{13})	Mencerminkan jaminan ekuitas atas total hutang jangka panjang perusahaan	Titman & Wessel (1988); Viviani (2008)
	<i>Long Term Debt to Asset Ratio</i> (y_{14})	Mencerminkan jaminan aktiva atas total hutang jangka panjang perusahaan	Wijarnako (2008); Efni (2011)
<u>Investasi</u> : (y_2) Damodaran (2006): merupakan keputusan yang berkaitan dengan penanaman dana baik dalam bentuk <i>riil assets</i> maupun <i>financial asset</i>	MBA Ratio (<i>Market to Book Asset Ratio</i>) (y_{21})	Mencerminkan prospek pertumbuhan perusahaan dan refleksi dalam harga saham.	Kallapur & Trombley (1999)
	MBE Ratio (<i>Market to Book Equity Ratio</i>) (y_{22})	Mencerminkan nilai kapitalisasi saham perusahaan di pasar tergantung pada harga saham perusahaan	Kallapur & Trombley (1999); Adam & Goyal (2008)
	EP Ratio (<i>Earning Per Share Ratio</i>) (y_{23})	Mencerminkan apresiasi pasar terhadap potensi pertumbuhan perusahaan	Kallapur & Trombley (1999); Adam & Goyal (2008)
	CAPX/PPE Ratio (<i>Capital Expenditure to Net Plant, Property and</i>	Mencerminkan tingkat pengeluaran modal perusahaan terhadap	Kallapur & Trombley (1999); Adam & Goyal (2008)

	<i>Equipment at the beginning of the ficsal year)</i> (y ₂₄)	nilai buku aktiva tetap perusahaan pada suatu periode tertentu	
Nilai Perusahaan (y ₃) Damodaran (2006): Nilai perusahaan adalah ukuran keberhasilan manajemen dalam operasi masa lalu dan prospek di masa yang akan datang.	Tobin's Q (y ₃₁)	Mengukur keatraktifan suatu perusahaan dibandingkan dengan industri atau daya saing suatu perusahaan	Chang & Wang (2007)
	ROIC (<i>Return on Invested Capital</i>) (y ₃₂)	Mengukur tingkat pengembalian atas modal yang telah diinvestasikan. ROIC dapat pula mencerminkan keberhasilan perusahaan setelah melakukan investasi.	Myers (1984) Aisjah (2009)

3.5 Analisis Data

Analisis data penelitian ini menggunakan inferensial, bertujuan untuk menjawab hipotesis penelitian yang telah digambarkan diatas. Sehingga pada akhirnya pengujian ini untuk memperoleh ketepatan kesimpulan (inferensi) dari penggunaan sampel. Statistik inferensial dalam penelitian ini menggunakan analisis kausalitas *Structural Equation Model* (SEM) yang berbasis *component* atau *variance* yang terkenal dengan *Partial Least Square* (PLS). Penelitian ini menggunakan *software* SmartPLS versi 2.0. Alasan-alasan yang melatarbelakangi pemilihan metode analisis PLS dijelaskan berikut ini:

- a. Melibatkan multivariabel, dimana penelitian ini memiliki lebih dari satu variabel yaitu *overconfidence*, struktur modal, investasi dan nilai perusahaan.
- b. Melibatkan variabel laten, variabel yang dianalisis merupakan variabel *unobservable* misalnya *overconfidence* yang indikatornya adalah formatif. Indikator yang bersifat formatif seolah-olah sebagai variabel yang memengaruhi variabel laten (Solimun, 2010: 162;

Jogiyanto & Abdillah, 2009: 31) sehingga jika salah satu indikator meningkat tidak harus diikuti oleh peningkatan indikator yang lainnya dalam satu variabel laten.

- c. Jika dilihat dari model yang terbentuk, terlihat adanya hubungan kausalitas berjenjang. Misalnya *overconfidence* memengaruhi struktur modal seterusnya memengaruhi nilai perusahaan, variabel *overconfidence* memengaruhi nilai perusahaan melalui struktur modal. Variabel struktur modal dan investasi memediasi pengaruh *overconfidence* terhadap nilai perusahaan. Dengan banyaknya hubungan serta jenjang, maka permasalahan penelitian ini hanya bisa diselesaikan dengan bantuan model berbentuk struktural (model struktur).
- d. Melihat pada model yang ada bahwa model tersebut bersifat rekursif, yaitu hanya memiliki kausalitas satu arah dan tidak terdapat hubungan resiprokal. Variabel *overconfidence* hanya memiliki arah ke nilai perusahaan, struktur modal hanya memiliki arah ke nilai perusahaan begitu juga investasi hanya satu arah ke nilai perusahaan.

Selanjutnya dilakukan pengujian hipotesis dengan menggunakan langkah-langkah sebagai berikut:

a. Analisis model, meliputi :

- Uji asumsi linearitas, digunakan untuk mengetahui apakah model telah tepat dalam menggambarkan hubungan antar variabel yang diteliti sehingga dikategorikan ke dalam model yang baik. Input untuk pengujian linearitas adalah memasukkan variabel independen dan dependen kemudian diolah dengan SPSS. Kesimpulan dikatakan linear jika tingkat signifikansi lebih kecil dari 5% ($p < 0,05$).
- Uji *outer model (measurement model)*, digunakan untuk mengukur indikator reflektif dan formatif. Indikator formatif dalam penelitian ini terdapat pada *overconfidence*, sedangkan struktur modal, investasi dan nilai perusahaan adalah indikator reflektif. Untuk indikator formatif didasarkan pada *substantif content* yaitu dengan membandingkan besarnya *relative weight* dan signifikansi ukuran *weight*. Sedangkan indikator reflektif didasarkan pada faktor *loading*. Faktor *loading* $> 0,70$ sangat direkomendasikan, namun demikian nilai faktor *loading* 0,50-0,60 dianggap cukup (Solimun, 2010: 177).

b. Pemeriksaan *Goodness of Fit Inner Model*

Model dalam penelitian ini dikatakan *fit* jika didukung dengan data empirik. *Goodness of Fit Inner Model* struktural pada PLS berupa nilai *Q-Square predictive relevance* (Q^2) yang dihitung berdasarkan nilai R^2 masing-masing variabel endogen struktur modal, investasi dan nilai perusahaan. Perhitungan Q^2 dilakukan dengan rumus:

$$Q^2 = 1 - (1 - R_1^2) (1 - R_2^2) \dots (1 - R_p^2)$$

$R_1^2, R_2^2, \dots, R_p^2$ adalah *R-Square* variabel endogen dalam model persamaan. Besaran Q^2 memiliki nilai rentang $0 < Q^2 < 1$, dimana semakin mendekati satu berarti model semakin baik.

c. Pengujian hipotesis: pengaruh langsung dan mediasi

Pengujian hipotesis secara langsung dilakukan terhadap variabel *overconfidence*, struktur modal, investasi dan nilai perusahaan. Keputusan apakah signifikan atau tidak berdasarkan *p-value* lebih kecil dari 5%. Sedangkan pengujian pengaruh tidak langsung bertujuan untuk mengetahui kedudukan variabel mediasi dalam model penelitian. Variabel mediasi dalam penelitian ini adalah struktur modal dan investasi. Untuk mengetahui jenis variabel mediasi struktur modal dan investasi apakah *partial mediation*, *complete mediation* atau bukan sebagai variabel mediasi maka dilakukan pemeriksaan.

IV. HASIL

4.1 Uji Linearitas

Hasil pemeriksaan asumsi linearitas untuk setiap hubungan antar variabel disajikan dalam Tabel 4. Mengacu pada prinsip *parsimony* untuk jika hubungan variabel semua bentuk model tidak signifikan, maka keputusan terhadap model ini adalah tetap linear. Dengan demikian asumsi linearitas pada model struktural ini telah terpenuhi. Asumsi model rekursif sudah terpenuhi, sehingga asumsi model dispesifikasikan dengan benar sudah terpenuhi.

Tabel 4.
Hasil Pengujian Asumsi Linearitas

Variabel Eksogen	Variabel Endogen	Hasil Pengujian ($\alpha=0.05$)	Sig	Keputusan
<i>Overconfidence</i>	NP	Semua Model Tidak Signifikan	0,225	Linear
SM	NP	Model Linear Signifikan	0,032	Linear
Investasi	NP	Model Linear Signifikan	0,000	Linear
<i>Overconfidence</i>	SM	Semua Model Tidak Signifikan	0,146	Linear
<i>Overconfidence</i>	Investasi	Model Linear Signifikan	0,028	Linear

Keterangan: NP= Nilai Perusahaan; SM= Struktur Modal

Sumber : diolah dari data sekunder

4.2 Uji Goodness of Fit Model

Goodness of fit model struktural pada analisis berupa nilai koefisien determinasi total (R^2_m). Nilai ini dihitung berdasarkan nilai R^2 masing-masing variabel endogen, yaitu diperoleh R^2 untuk variabel Struktur Modal (Y_1) sebesar 0,070 dan untuk variabel Investasi (Y_2) sebesar 0,250 dan variabel Nilai Perusahaan (Y_3) sebesar 0,630. Berdasarkan R^2 masing-masing variabel endogen maka dapat dihitung nilai *predictive-relevance* (Q^2):

$$Q^2 = 1 - (1 - R_1^2) (1 - R_2^2) (1 - R_3^2) = 1 - (1 - 0,070) (1 - 0,250) (1 - 0,630) = 0,742$$

Nilai Q^2 diperoleh sebesar 0,742 dapat diartikan bahwa model mampu menjelaskan fenomena yang diselidiki

sebesar 74,2%. Berdasarkan nilai ini maka model yang terbentuk dikatakan cukup baik karena lebih dari 50% mampu memprediksi variabel endogen dan layak untuk digunakan sebagai dasar pengujian hipotesis.

4.3 Pengujian Hipotesis

Hasil pengujian hipotesis penelitian tampak pada Tabel 5. bahwa *overconfidence* tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan sektor manufaktur sehingga H1 ditolak. Struktur modal berperan sebagai mediasi pengaruh *overconfidence* terhadap nilai perusahaan sehingga H2 diterima. Variabel investasi berperan sebagai mediasi terhadap nilai perusahaan adalah signifikan sehingga H3 diterima.

Tabel 5.
Hasil Pengujian Hipotesis

Variabel Eksogen	Variabel Mediasi	Variabel Endogen	Koefisien Jalur	p-value	Keterangan
<i>Overconfidence</i>		NP	-0,003	0,360	H1 Ditolak
<i>Overconfidence</i>	SM	NP	0,053	0,000	H2 Diterima
<i>Overconfidence</i>	Investasi	NP	0,068	0,000	H3 Diterima

Keterangan: NP= Nilai Perusahaan; SM= Struktur Modal

Sumber: Diolah dari data sekunder. Signifikan pada $\alpha=5\%$

V. PEMBAHASAN

5.1 *Overconfidence* Berpengaruh Signifikan terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan hasil analisis pengaruh *overconfidence* terhadap nilai perusahaan menunjukkan hasil yang tidak signifikan sebagaimana ditunjukkan dalam Tabel 5. Dengan demikian, tidak cukup bukti bahwa *overconfidence* berpengaruh secara langsung terhadap nilai perusahaan. Temuan ini menunjukkan bahwa *overconfidence* yang diukur dengan indeks penjualan, pertumbuhan penjualan dan total aktiva tidak mampu menjelaskan variasi perubahan nilai perusahaan manufaktur yang tercatat di BEI. Artinya perubahan pertumbuhan penjualan tidak mendorong peningkatan nilai perusahaan. Variabel *overconfidence* terhadap nilai perusahaan yang diprosikan dengan Tobin's Q dan ROIC ditemukan hasil yang tidak signifikan dengan arah negatif. Hal ini mencerminkan bahwa semakin rendah tingkat *overconfidence* para manajer ternyata tidak berpengaruh terhadap peningkatan nilai perusahaan. Temuan ini konsisten dengan Sujono (2010), tetapi berbeda dengan temuan Fairchild (2006) dan Daniel *et al* (2007).

Penjelasan penyebab tidak signifikan pengaruh *overconfidence* terhadap nilai perusahaan adalah terkait dengan masalah informasi. Teori signaling (Myers & Majluf, 1977) menyatakan bahwa ada asimetris informasi antara manajer dengan pihak luar. Manajer memiliki informasi yang lebih lengkap mengenai kondisi perusahaan dibandingkan dengan pihak luar. Kondisi ini menegaskan bahwa pasar tidak mengetahui atau pasar perlu diberikan informasi yang lengkap tentang capaian kinerja penjualan yang terjadi sebagai hasil keputusan manajer yang mampu menciptakan inovasi baru dalam kegiatan perusahaan. Terhambatnya

saluran informasi menyebabkan pasar bereaksi tidak signifikan atas penjualan.

5.2 Struktur Modal sebagai Mediasi Pengaruh *Overconfidence* terhadap Nilai Perusahaan

Hasil analisis jalur untuk mengukur variabel struktur modal sebagai mediasi pengaruh *overconfidence* terhadap nilai perusahaan diperoleh signifikan dengan nilai koefisien positif. Hal ini berarti *overconfidence* berpengaruh terhadap nilai perusahaan secara tidak langsung yaitu melalui struktur modal. Berdasarkan pemeriksaan jenis mediasi variabel struktur modal (Tabel 5.) adalah mediasi sempurna (*full mediation*). Oleh karena pengaruh langsung *overconfidence* terhadap nilai perusahaan adalah tidak signifikan sedangkan pengaruh tidak langsung melalui jalur pengaruh *overconfidence* terhadap struktur modal dan struktur modal terhadap nilai perusahaan adalah signifikan dan positif maka struktur modal berfungsi sebagai *full mediation*. Arah positif pengaruh tidak langsung mengisyaratkan bahwa kehadiran struktur modal dalam mediasi pengaruh *overconfidence* mampu meningkatkan magnitude pengaruh antara *overconfidence* terhadap nilai perusahaan.

Besarnya nilai koefisien pengaruh langsung antara *overconfidence* terhadap struktur modal yang negatif menunjukkan bahwa *overconfidence* manajer di sektor manufaktur dapat mengurangi penggunaan hutang sebagai indikator dari struktur modal. Sedangkan pengaruh langsung struktur modal terhadap nilai perusahaan dengan arah positif dimaknai bahwa semakin tinggi jumlah rekening utang perusahaan sektor manufaktur mampu meningkatkan nilai perusahaan. Pengaruh tidak langsung *overconfidence* terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal membuktikan bahwa peran penggunaan hutang dalam perusahaan

dapat meningkatkan nilai perusahaan. Pengujian pengaruh langsung *overconfidence* terhadap nilai perusahaan adalah tidak signifikan dengan arah negatif, setelah memasukkan struktur modal sebagai mediasi ditemukan signifikan dengan arah positif.

Berdasarkan fakta tersebut, maka penelitian ini mampu membuktikan bahwa struktur modal adalah variabel *intervening* yang bersifat sempurna memengaruhi nilai perusahaan. Konsekuensi dari temuan ini adalah bahwa perusahaan perlu memperhatikan struktur modal yang merupakan komposisi jumlah hutang dan aktiva, ekuitas dan perbandingan antara jumlah hutang jangka panjang terhadap aktiva dan ekuitas. Kondisi ini akan berdampak pada keputusan pendanaan tidak mengalami kesulitan. Oleh karena itu, dengan memperhatikan unsur ini memberikan efek positif bagi peningkatan nilai perusahaan. Temuan penelitian ini mendukung dan konsisten dengan penelitian Fama (1978); Jin & Kothari (2005); Mefteh & Oliver (2007) menemukan bahwa *overconfidence* signifikan terhadap struktur modal.

5.3 Investasi sebagai Mediasi Pengaruh *Overconfidence* terhadap Nilai Perusahaan

Hasil analisis jalur untuk mengukur variabel investasi sebagai mediasi pengaruh *overconfidence* terhadap nilai perusahaan diperoleh signifikan dengan nilai koefisien positif (Tabel 5.). Berdasarkan uraian sifat dari variabel *overconfidence* maka diperoleh bahwa variabel investasi adalah mediasi sempurna (*full mediation*). Artinya pengaruh tidak langsung antara variabel *overconfidence* terhadap nilai perusahaan melalui investasi memberikan bukti bahwa peningkatan nilai perusahaan kecenderungannya melalui investasi. Arah positif mencerminkan bahwa jika investasi

yang dilakukan semakin besar maka nilai perusahaan juga meningkat. Berdasarkan fakta tersebut, maka penelitian ini mampu membuktikan bahwa investasi adalah variabel *intervening* yang bersifat sempurna untuk meningkatkan peran *overconfidence* dalam memengaruhi nilai perusahaan yang tercermin dalam Tobin's dan ROIC.

Temuan penelitian ini mendukung dan konsisten dengan penelitian Fama (1978). Pengaruh tidak langsung *overconfidence* terhadap nilai perusahaan melalui investasi merupakan hasil yang diperoleh dari kegiatan investasi itu sendiri melalui pemilihan proyek atau kebijakan lainnya seperti menciptakan produk baru, penggantian mesin yang lebih efisien, pengembangan *research & development*, dan merger dengan perusahaan lain (Myers, 1976). Sedangkan nilai perusahaan yang dicerminkan oleh Tobin's Q juga dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi dan pengeluaran *discretionary* di masa yang akan datang (Myers, 1977; Myeong & Hyeon, 1998).

Apabila dikaji melalui teori sinyal (*signaling theory*) maka hasil temuan pada penelitian ini mendukung adanya teori tersebut karena investasi yang dicerminkan oleh indikator MBAR, MBER, EPR dan CEFA/BVA tampak sangat penting dalam upaya meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini dikarenakan jenis investasi tersebut akan memberikan sinyal tentang prospek pertumbuhan perusahaan dalam hal ini pertumbuhan ekuitas dan prospek kapitalisasi nilai pasar saham yang tercermin dalam pertumbuhan ekuitas yang diharapkan untuk masa yang datang. Fakta ini didasarkan pada asumsi bahwa maksimum nilai perusahaan akan diperoleh melalui pemilihan investasi yang memberikan *net present value* yang positif. Artinya pengeluaran investasi yang dilakukan telah dipertimbangkan dan dianalisis dengan

metode yang ada, maka dipilih investasi dengan NPV positif (Chan *et al.*, 1990) dan Fama & French (1998) bahwa pengeluaran investasi memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan dan pertumbuhan kapitalisasi saham dimasa yang akan datang sehingga terjadi peningkatan pada nilai perusahaan secara keseluruhan. Hasil penelitian ini telah membuktikan penelitian Fama & French (1997) bahwa nilai perusahaan semata-mata ditentukan oleh keputusan investasi.

VI. KESIMPULAN DAN SARAN

Overconfidence dalam penelitian ini tidak memberikan kontribusi terhadap peningkatan nilai perusahaan di sektor manufaktur. Struktur modal sebagai *full mediation* memengaruhi *overconfidence* terhadap nilai perusahaan sektor manufaktur. Investasi sebagai *full mediation* memengaruhi *overconfidence* terhadap nilai perusahaan.

Adapun saran yang diberikan pada penelitian ini dalam rangka meningkatkan nilai perusahaan, maka harus memperhatikan kinerja keuangan yang dapat berbasis pasar dan berbasis fundamental perusahaan. Kinerja keuangan yang berbasis pasar merupakan respon positif dari investor dan selanjutnya akan berdampak pada kenaikan harga saham. Sedangkan kinerja keuangan berbasis fundamental merupakan ukuran keberhasilan baik manajer maupun karyawan agar tetap mampu menghasilkan *growth* yang positif setiap tahun.

DAFTAR PUSTAKA

- Adam, T dan Goyal, V. K. 2008. "The Investment Opportunity Set and Its Proxy Variables". *The Journal of Financial Research*. 1 (XXX1): 41-63.
- Aisjah, S. 2009. *Strategi Diversifikasi Korporat, Struktur Modal dan Nilai Perusahaan (Studi Pada Perusahaan yang Tercatat Di Bursa Efek Indonesia)*. Disertasi. Program Pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya.
- Akhtaruddin, M dan Hossain, M. 2008. "Investment Opportunity Set, Ownership Control and Voluntary Disclosures in Malaysia". *JOAAG*. 3(2): 25-39.
- Alicke, M.D dan Klotz, M. L. 1985. "Personal Contact, Individuation, and The Better than Average Effect". *Journal of Personality and Social Psychology*. 68(5): 804-825.
- Barros, L.A.B dan Silveira, A.D.M. 2007. "Overconfidence, Managerial Optimism and the Determinants of Capital Structure". *Social Science Research Network Electronic Paper collection*. <http://ssrn.com>.
- Chang, Shao-Chi dan Wang, Chi-Feng. 2007. "The Effect of Product Diversification Strategies on The Relationship Between International Diversification and Firm Performance". *Journal of World Business*. 42: 61-79.
- Cooper, A. 1988. "Entrepreneurs' Perceived Chances for Success". *Journal of Business Venturing*. 3(2): 97-108.
- Efni, Y. 2011. *Pengaruh Keputusan Pendanaan, Keputusan Investasi, Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan yang Dimediasi oleh Risiko (Studi Pada Sektor Properti Dan Real Estate Di Bursa Efek Indonesia)*, Ringkasan Disertasi. Universitas Brawijaya Malang.
- Fairchild, R.J. 2006. *The Effect of Managerial Overconfidence, Asymmetric Information, and Moral Hazard on Capital Structure Decisions*. <http://www.econ-pol.unisi.it/labsi/papers2006/Fairchild.pdf>
- Fama, Eugene F dan French, Kenneth R. 1998. "Taxes, Financing Decisions, and Firm Value". *The Journal of Finance*. Vol. 53 (3): 819-843.
- _____. 1997. "Industry Costs of Equity". *Journal of Financial Economics*. 43: 153-193.
- Glaser, M., SchAafers, P dan Weber, M. 2008. "Managerial Optimism and Corporate Investment: Is the CEO Alone Responsible for the relation". *Social Science Research Network Electronic Paper collection*. <http://ssrn.com>.
- Hidayat, R. 2010. "Keputusan Investasi dan *Financial Constraints*: Studi Empiris pada Bursa Efek Indonesia". *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*. 457-479.
- Hossain, M., Ahmed, K., dan Godfrey, J. M. 2005. "Investment Opportunity Set and Voluntary Disclosure of Prospective Information: A Simultaneous Equation Approach". *Journal of Business Finance & Accounting*. 32 (5) & (6): 871-907.
- Husnan, S dan Pudjiastuti, E. 2002. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Ketiga. Penerbit UPP AMP YKPN: Yogyakarta.
- Jin, L dan Kothari, S.P. 2005. *Determinants of Management Ownership of Unrestricted Equity: Overconfidence versus Tax Explanations*. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=676221
- Kallapur, S dan Trombley, M. A. 1999. "The Association Between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth". *Journal of Business Finance & Accounting*. 26 (3 & 4): 505-519.
- Kim, S., Kim, H., Yun, Y dan Park, J. 2009. "Management Overconfidence and Leverage". *Social Science Research Network Electronic Paper collection*. <http://ssrn.com>.
- MacKay, Peter. 2005. "Real Flexibility and Financial Structure: An Empirical Analysis". *The Review of Financial Studies*. 16 (4): 1131-1165.
- Malmendier, U., dan Tate, G. Y. J. 2007. "Corporate Financial Policies wit Overconfidence Manager". *Social Science Research Network Electronic Paper collection*. <http://ssrn.com>.
- Masulis, R.W. 1983. "The Impact of Capital Structure Change On Firm Value: Some Estimates". *Journal of Finance*. 48 (1): 107-126.
- Montgomery, C. A. 1994. "Corporate Diversification". *Journal of Economic Perspectives*. 8 (3): 163-178.

- Myers, S.C. 1984. "The Capital Structure Puzzle". *The Journal of Finance*. Vol. XXXIX No.3: 575-592.
- Nopratiwi, A. M. V. 2004. *Analisis Korelasi Investment Opportunity Set Terhadap Return Saham (Pada Saat Pelaporan Keuangan Perusahaan)*. Tesis. Pasca Sarjana Universitas Gajah Mada: Yogyakarta.
- Oliver, B.R. 2005. "The Impact of Management Confidence on Capital Structure". *Social Science Research Network Electronic Paper collection*. <http://ssrn.com>.
- Saffieddine, A dan Titman, S. 1999. "Leverage and Corporate Performance: Evidence from Unsuccessful Takeovers". *The Journal of Finance*. 55(2): 547-580.
- Sharma, A.K. 2006. "Financial Leverage and Firm's Value A Study of Capital Structure of Selected Manufacturing Sectors Firm in India". *The Business Review*. 6(2): 70-76.
- Suharli. 2007. "Pengaruh Profitability dan Investment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Likuiditas Sebagai Variabel Penguat (Studi pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta Periode 2002-2003)". *Journal Akuntansi dan Keuangan*. 9(1): 9-17.
- Sujono. 2010. *Determinan Struktur Modal, Inovasi dan Nilai Perusahaan (Studi pada Industri Manufaktur di Bursa Efek Indonesia)*. Ringkasan Disertasi. Program Doktor Ilmu Manajemen Universitas Brawijaya Malang.
- Wenstien, N. 1980. "Unrealistic Optimism About Future Life Events". *Journal of Personality and Social Psychology*. 39(5): 806-820.
- Yoon, P dan Starks, L.T. 1995. "Signaling, Investment Opportunities, and Dividend Announcements". *The Review of Financial Studies*. 8 (4): 995-1018.
- Husnan, S dan Pudjiastuti, E. 2002. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Ketiga. Penerbit UPP AMP YKPN: Yogyakarta.