



Pengaruh Volatilitas Ekuitas dan Leverage terhadap Risiko Investasi

Mohammad Chaidir¹, Grace Yulianti², Benardi³

^{1,2,3} STIE Kasih Bangsa, Indonesia

Email : m.chaidir@stiekasihbangsa.ac.id grace@stiekasihbangsa.ac.id
benardi@stiekasihbangsa.ac.id

Abstract This study aims to analyze the impact of equity volatility and leverage on investment risk, focusing on the relationship between debt overhang and equity option value. Through a qualitative literature review, this research reveals that equity volatility plays a role in reducing companies' incentives to invest, especially amid market uncertainty. Meanwhile, high leverage can worsen a company's inability to invest due to the heavy debt burden. The phenomenon of debt overhang causes companies to be reluctant to invest because the benefits generated from such investments are primarily enjoyed by creditors. This study provides valuable insights into the interaction between equity volatility, leverage, and debt overhang in corporate investment decision-making, as well as the importance of effective financial risk management.

Keywords: Equity Volatility, Leverage, Investment Risk, Debt Overhang, Equity Option Value

Abstrak Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh volatilitas ekuitas dan leverage terhadap risiko investasi, dengan fokus pada hubungan antara debt overhang dan nilai opsi ekuitas. Melalui kajian literatur kualitatif, penelitian ini mengungkap bahwa volatilitas ekuitas berperan sebagai faktor yang mengurangi insentif perusahaan untuk berinvestasi, terutama di tengah ketidakpastian pasar. Sementara itu, leverage yang tinggi dapat memperburuk ketidakmampuan perusahaan dalam berinvestasi akibat beban utang yang besar. Fenomena debt overhang menyebabkan perusahaan enggan berinvestasi karena manfaat yang dihasilkan dari investasi tersebut lebih banyak dirasakan oleh kreditor. Penelitian ini memberikan wawasan penting tentang interaksi antara volatilitas ekuitas, leverage, dan debt overhang dalam pengambilan keputusan investasi perusahaan, serta pentingnya pengelolaan risiko finansial yang efektif.

Kata Kunci : Volatilitas Ekuitas, Leverage, Risiko Investasi, Debt Overhang, Nilai Opsi Ekuitas

1. PENDAHULUAN

Penelitian tentang pengaruh volatilitas ekuitas dan leverage terhadap risiko investasi telah menjadi topik yang penting dalam bidang keuangan korporasi, khususnya dalam konteks hubungan antara masalah debt overhang dan nilai opsi ekuitas. Debt overhang yaitu suatu kondisi dimana perusahaan memiliki utang yang terlalu besar sehingga menghalangi keputusan investasi yang menguntungkan, telah lama dipahami sebagai hambatan terhadap aliran investasi yang efisien. Di sisi lain, nilai opsi ekuitas, yang muncul dari karakteristik ekuitas sebagai opsi yang dilindungi terhadap kerugian, dapat memberikan sinyal positif bagi pemegang saham untuk meningkatkan investasi (Chang, d'Avernas, & Eisfeldt, 2024). Penelitian ini akan mengkaji hubungan antara debt overhang dan nilai opsi ekuitas untuk memberikan pemahaman yang lebih mendalam mengenai dampaknya terhadap keputusan investasi.

Model investasi perusahaan yang didanai dengan utang dan ekuitas seringkali dihadapkan pada tantangan untuk memahami bagaimana volatilitas aset dan ekuitas berpengaruh terhadap keputusan investasi. Sebelumnya, banyak penelitian yang menunjukkan bahwa ketidakpastian yang diukur melalui volatilitas dapat mempengaruhi tingkat investasi perusahaan (Bloom, 2009; Dixit et al., 1994). Namun, volatilitas ekuitas, yang merupakan

volatilitas terpengaruh oleh struktur utang perusahaan, mengirimkan sinyal yang ambigu—tergantung pada tingkat kesehatan finansial perusahaan. Jika perusahaan berada dalam kondisi keuangan yang sehat, peningkatan volatilitas ekuitas dapat meningkatkan nilai opsi ekuitas dan mendorong peningkatan investasi. Sebaliknya, pada perusahaan yang mendekati kebangkrutan, volatilitas yang lebih tinggi malah memperburuk masalah debt overhang dan dapat mengurangi investasi (Chang, d'Avernas, & Eisfeldt, 2024). Penelitian ini mengusulkan model yang sederhana namun menyeluruh untuk memahami hubungan antara struktur modal, volatilitas aset, dan volatilitas ekuitas dalam mempengaruhi keputusan investasi. Dalam model ini, pemegang saham ekuitas mengambil keputusan investasi berdasarkan tingkat volatilitas aset dan struktur modal perusahaan yang ada. Pemegang saham dihadapkan pada dua efek utama yaitu efek negatif dari debt overhang yang dapat menghambat investasi karena utang yang berlebihan, dan efek positif dari nilai opsi yang meningkat sebagai respons terhadap volatilitas aset yang lebih tinggi (Campbell & Taksler, 2003). Model ini mengarah pada pemahaman yang lebih jelas tentang bagaimana sinyal dari kredit spreads dan volatilitas aset dapat mempengaruhi keputusan investasi, sementara volatilitas ekuitas memberikan sinyal yang lebih kompleks dan bergantung pada kedekatan perusahaan dengan kebangkrutan.

Studi sebelumnya menemukan bahwa ukuran risiko dari pasar obligasi lebih baik dalam memprediksi aktivitas ekonomi dibandingkan dengan ukuran risiko pasar ekuitas karena volatilitas ekuitas mengandung informasi yang campur aduk. Volatilitas ekuitas bukan hanya mencerminkan dampak leverage perusahaan, tetapi juga mencakup informasi tentang potensi keuntungan dari volatilitas yang lebih tinggi bagi pemegang saham dengan kewajiban terbatas. Oleh karena itu, untuk mendapatkan gambaran yang lebih jelas mengenai pengaruh volatilitas terhadap investasi, penting untuk mengendalikan masalah debt overhang dengan menggunakan kredit spreads, yang lebih mencerminkan hambatan investasi yang ditimbulkan oleh utang perusahaan (Gilchrist et al., 2009). Dalam hal ini, volatilitas aset menjadi sinyal yang lebih jelas dan positif untuk investasi, karena mencerminkan nilai opsi dari investasi bagi pemegang saham (Bhamra, Kuehn, & Strebulaev, 2010).

Pengendalian terhadap leverage dalam mengukur dampak volatilitas terhadap keputusan investasi menjadi hal yang sangat penting. Leverage saja tidak cukup untuk mengendalikan efek debt overhang, karena leverage tidak mengukur jarak perusahaan dari kebangkrutan secara efektif. Leverage hanya mengukur proporsi utang dalam struktur modal, sementara jarak ke kebangkrutan—yang juga dipengaruhi oleh volatilitas aset—merupakan faktor kunci dalam menentukan sejauh mana peningkatan volatilitas dapat mendorong investasi (Bharath & Shumway, 2008). Oleh karena itu, kredit spreads, yang mencerminkan risiko kebangkrutan dan dampaknya terhadap keputusan investasi, lebih tepat digunakan sebagai

kontrol untuk mengukur dampak volatilitas terhadap investasi (Choi, Richardson, & Whitelaw, 2022). Selain itu, model yang diajukan juga memberikan wawasan mengenai potensi terjadinya risk shifting, yaitu perubahan perilaku pemegang saham ekuitas yang terdorong untuk meningkatkan risiko investasi agar dapat memperoleh keuntungan lebih besar, meskipun itu dapat merugikan pemegang utang. Dalam kondisi dimana masalah debt overhang lebih dominan daripada nilai opsi ekuitas, terdapat ketidaksesuaian antara insentif pemegang utang dan pemegang saham, yang dapat mengarah pada pengambilan risiko yang lebih tinggi oleh pemegang saham (Jensen & Meckling, 1976). Dalam hal ini, model ini menawarkan penjelasan yang jelas mengenai hubungan antara debt overhang dan insentif risk-shifting yang sering kali ditemukan pada perusahaan yang berada dalam tekanan finansial.

Secara keseluruhan, penelitian ini memberikan pemahaman yang lebih jelas tentang bagaimana struktur modal, volatilitas aset, dan volatilitas ekuitas saling berinteraksi dalam mempengaruhi keputusan investasi perusahaan. Dengan mengendalikan masalah debt overhang menggunakan kredit spreads, kita dapat melihat bahwa volatilitas aset memiliki efek positif yang tidak ambigu terhadap keputusan investasi, sementara volatilitas ekuitas, meskipun mengandung informasi yang berharga, memberikan sinyal yang lebih ambigu yang bergantung pada situasi keuangan perusahaan.

2. KAJIAN PUSTAKA

Penelitian tentang hubungan antara volatilitas ekuitas, leverage, dan risiko investasi telah menarik perhatian signifikan dalam literatur keuangan. Penelitian ini bertujuan untuk menggali lebih dalam bagaimana variabel-variabel ini berinteraksi dan mempengaruhi keputusan investasi, khususnya dalam konteks debt overhang dan nilai opsi ekuitas.

Volatilitas ekuitas merujuk pada fluktuasi harga saham yang dapat mempengaruhi keputusan investasi perusahaan. Penelitian oleh Campbell dan Taksler (2003) menemukan bahwa volatilitas ekuitas berhubungan langsung dengan yield obligasi korporasi, mengindikasikan adanya saling ketergantungan antara pasar saham dan obligasi yang mempengaruhi risiko investasi. Selain itu, Baker et al. (2016) mengidentifikasi bahwa ketidakpastian ekonomi, yang sering kali diukur dengan volatilitas pasar saham, dapat menurunkan tingkat investasi perusahaan karena meningkatnya ketidakpastian dalam arus kas dan keputusan modal.

Leverage, yang mengukur seberapa besar perusahaan menggunakan utang dalam struktur modalnya, memainkan peran penting dalam mengelola risiko investasi. Leverage yang tinggi dapat meningkatkan potensi keuntungan, namun juga meningkatkan risiko kerugian, terutama dalam kondisi ketidakpastian ekonomi. Dalam studi Hennessy (2004), ditemukan

bahwa dalam kondisi debt overhang, perusahaan yang memiliki utang tinggi cenderung mengurangi investasi, karena sebagian besar arus kas mereka digunakan untuk membayar kewajiban utang daripada untuk proyek investasi baru. Temuan ini didukung oleh penelitian oleh DeMarzo dan He (2021) yang menunjukkan bahwa dinamika leverage tanpa komitmen dapat memengaruhi keputusan investasi dalam jangka panjang.

Debt overhang terjadi ketika perusahaan memiliki utang yang sangat tinggi sehingga investasi baru mungkin tidak menguntungkan bagi pemegang saham, meskipun proyek tersebut berpotensi menguntungkan. Black dan Scholes (1973) dalam teori opsi ekuitas menjelaskan bahwa nilai opsi ekuitas dapat dipengaruhi oleh tingkat utang perusahaan, dengan opsi ekuitas menjadi lebih berharga ketika perusahaan dapat menghindari kebangkrutan. Hal ini menunjukkan pentingnya struktur modal dalam menilai keputusan investasi, terutama dalam konteks debt overhang.

Hui Feng Chang et al. (2024) mengusulkan bahwa pemisahan antara ekuitas dan utang dapat memberikan wawasan lebih dalam tentang bagaimana informasi investasi diperoleh dan digunakan oleh pemangku kepentingan. Penelitian ini menunjukkan bahwa perbedaan dalam volatilitas antara ekuitas dan utang dapat memengaruhi tingkat ketidakpastian yang dihadapi oleh investor dan keputusan investasi yang mereka buat. Temuan ini juga mendukung gagasan bahwa volatilitas ekuitas dapat memberikan sinyal tentang potensi risiko yang lebih tinggi dalam keputusan investasi, terutama ketika debt overhang terjadi.

Penelitian oleh Arellano, Bai, dan Kehoe (2019) menunjukkan bahwa ketidakpastian keuangan dan fluktuasi volatilitas mempengaruhi keputusan investasi di tengah adanya friksi keuangan. Fluktuasi ini menciptakan kondisi yang tidak pasti di pasar, yang dapat mempengaruhi keputusan investasi dan kebijakan perusahaan, terutama yang berkaitan dengan penggunaan utang dan ekuitas. Alfaro et al. (2018) juga menyarankan bahwa ketidakpastian finansial dapat memperburuk dampak dari debt overhang, yang mengarah pada pengurangan investasi meskipun ada peluang yang menguntungkan.

Dalam situasi volatilitas tinggi, kebijakan untuk mengurangi leverage dapat membantu mengurangi risiko investasi dan meningkatkan peluang pertumbuhan jangka panjang. Pengaturan yang lebih ketat terkait pengungkapan informasi mengenai utang dan ekuitas juga dapat membantu investor membuat keputusan yang lebih tepat di tengah kondisi ketidakpastian

3. METODOLOGI

Penelitian ini menggunakan pendekatan literature review untuk mengkaji volatilitas ekuitas, leverage, dan risiko investasi, dan fenomena debt overhang dalam mempengaruhi nilai opsi ekuitas. Metodologi ini bertujuan untuk menyusun ulang dan merangkum temuan-temuan

dari berbagai penelitian yang relevan guna memperoleh pemahaman yang lebih komprehensif mengenai topik ini. Penelitian ini mengandalkan pengumpulan dan analisis literatur yang relevan dari jurnal ilmiah, buku, dan laporan riset yang diterbitkan dalam beberapa tahun terakhir. Sumber-sumber ini dipilih berdasarkan kriteria relevansi, kualitas akademik, dan kontribusinya terhadap topik yang sedang diteliti. Pemilihan literatur dibatasi pada studi-studi yang terbit setelah tahun 2010 hingga saat ini, dengan penekanan pada publikasi yang dapat memberikan kontribusi signifikan terhadap pemahaman tentang volatilitas ekuitas, leverage, debt overhang, dan opsi ekuitas. Sejumlah jurnal yang digunakan dalam penelitian ini antara lain *The Journal of Finance*, *Review of Financial Studies*, dan *Journal of Political Economy* (Campbell & Taksler, 2003; Hennessy, 2004; Chang, D'Avernas, & Eisfeldt, 2024).

Data dikumpulkan dengan membaca dan menganalisis artikel-artikel yang telah dipilih. Proses pengumpulan literatur mencakup pencarian melalui basis data akademik. Artikel-artikel yang dibahas akan dikelompokkan ke dalam kategori-kategori tematik, yaitu (1) volatilitas ekuitas dan dampaknya terhadap keputusan investasi, (2) pengaruh leverage terhadap struktur modal dan investasi, (3) fenomena debt overhang dan implikasinya terhadap nilai opsi ekuitas, serta (4) pengaruh ketidakpastian keuangan terhadap keputusan investasi dalam konteks makroekonomi (Baker, Bloom, & Davis, 2016; Arellano, Bai, & Kehoe, 2019).

Analisis tematik digunakan untuk mengidentifikasi pola, tren, dan kesimpulan yang muncul dari literatur yang dikumpulkan. Setiap kategori tematik akan dianalisis berdasarkan kontribusinya terhadap pemahaman tentang hubungan antara volatilitas ekuitas, leverage, dan risiko investasi. Salah satu tujuan utama dari analisis ini adalah untuk menyusun kembali hubungan antara debt overhang dan nilai opsi ekuitas dalam konteks yang lebih luas dengan merujuk pada teori dan bukti empiris yang ada (Hennessy, 2004; Black & Scholes, 1973).

Proses sintesis bertujuan untuk merangkum dan mengintegrasikan hasil-hasil penelitian yang telah dianalisis. Dalam hal ini, sintesis temuan akan dilakukan untuk menjawab pertanyaan penelitian yang berfokus pada pengaruh volatilitas ekuitas dan leverage terhadap risiko investasi serta bagaimana debt overhang memengaruhi nilai opsi ekuitas. Sintesis ini tidak hanya menghubungkan temuan-temuan yang ada, tetapi juga mengidentifikasi kesenjangan yang masih ada dalam literatur dan menawarkan arahan untuk penelitian lebih lanjut (Bhamra, Kuehn, & Strebulaev, 2010; Gilchrist, Sim, & Zakrajšek, 2014).

Evaluasi kritis terhadap sumber literatur merupakan bagian penting dari metodologi penelitian ini. Peneliti akan menilai validitas dan reliabilitas masing-masing studi, mengidentifikasi kekuatan dan kelemahan dari temuan-temuan yang ada, serta mengevaluasi bagaimana penelitian-penelitian tersebut memberi kontribusi pemahaman tentang pengaruh volatilitas ekuitas dan leverage terhadap risiko investasi.

4. HASIL PENELITIAN

Volatilitas ekuitas dan leverage merupakan dua faktor yang sangat berpengaruh terhadap keputusan investasi dan risiko yang dihadapi oleh perusahaan. Keduanya dapat mempengaruhi stabilitas finansial dan pilihan pembiayaan perusahaan, yang pada gilirannya dapat memengaruhi hasil investasi. Salah satu teori yang relevan dalam memahami dampak leverage dan volatilitas terhadap risiko investasi adalah konsep debt overhang dan nilai opsi ekuitas. Debt overhang terjadi ketika perusahaan memiliki utang yang tinggi, sehingga mengurangi insentif untuk berinvestasi lebih lanjut, bahkan jika peluang investasi menguntungkan (Myers, 1977). Volatilitas ekuitas mengacu pada fluktuasi harga saham suatu perusahaan dalam periode tertentu. Volatilitas yang tinggi biasanya menunjukkan ketidakpastian pasar yang lebih besar, yang dapat menambah risiko bagi investor dan mempengaruhi keputusan investasi perusahaan. Leverage, di sisi lain, mengacu pada penggunaan utang oleh perusahaan untuk membiayai asetnya. Penggunaan leverage yang tinggi dapat meningkatkan potensi keuntungan, tetapi juga meningkatkan risiko kebangkrutan ketika perusahaan gagal memenuhi kewajiban utangnya (Hennessy, 2004). Studi yang dilakukan oleh Bhamra, Kuehn, dan Strebulaev (2010) menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat volatilitas ekuitas yang tinggi dan leverage yang besar akan menghadapi peningkatan risiko investasi. Hal ini disebabkan oleh ketidakpastian yang lebih besar mengenai masa depan perusahaan, yang dapat mempengaruhi nilai opsi ekuitas dan keputusan investasi. Selain itu, leverage yang tinggi dapat menyebabkan pengurangan kemampuan perusahaan untuk mengambil proyek baru yang menguntungkan karena adanya ketidakpastian yang ditimbulkan oleh beban utang yang besar.

Debt overhang terjadi ketika perusahaan memiliki utang yang sangat besar, yang membuat perusahaan enggan berinvestasi pada proyek baru meskipun proyek tersebut dapat menghasilkan keuntungan yang positif. Hal ini dikarenakan keuntungan dari proyek tersebut lebih banyak dinikmati oleh pemegang utang daripada pemegang saham (Myers, 1977). Dalam konteks ini, nilai opsi ekuitas menjadi penting. Nilai opsi ekuitas mengacu pada hak pemegang saham untuk memiliki klaim atas perusahaan setelah utang dilunasi. Dalam situasi debt overhang, nilai opsi ekuitas berkurang, karena pemegang saham hanya akan memperoleh hasil jika perusahaan mampu menghasilkan lebih dari jumlah utang yang ada (Titman & Tsyplakov, 2007). Eisfeldt dan Papanikolaou (2013) menjelaskan bahwa debt overhang dapat mengurangi insentif perusahaan untuk berinvestasi dalam proyek baru, meskipun proyek tersebut menguntungkan, karena pemegang utang lebih berhak atas hasilnya. Hal ini menyebabkan perusahaan menghadapi risiko investasi yang lebih tinggi, karena mereka kurang mampu

mengelola peluang pasar yang muncul akibat keterbatasan dana atau ketidakmampuan untuk mengakses pembiayaan baru.

Interaksi antara volatilitas ekuitas, leverage, dan debt overhang sangat kompleks. Penelitian oleh Hennessy (2004) mengungkapkan bahwa dalam kondisi volatilitas ekuitas yang tinggi, perusahaan dengan leverage tinggi lebih rentan terhadap gangguan keuangan dan kebangkrutan. Volatilitas ini memperburuk efek negatif dari debt overhang, karena ketidakpastian pasar yang lebih tinggi membuat perusahaan semakin enggan untuk berinvestasi pada peluang yang menguntungkan. Dalam jangka panjang, hal ini dapat memengaruhi pertumbuhan perusahaan dan stabilitas pasar secara keseluruhan.

Studi oleh Baker, Bloom, dan Davis (2016) menunjukkan bahwa ketidakpastian pasar yang tinggi, yang tercermin dalam volatilitas ekuitas yang besar, dapat menyebabkan perusahaan menarik diri dari investasi yang berisiko. Hal ini berpotensi memperburuk kondisi debt overhang, di mana perusahaan yang sudah memiliki utang tinggi akan semakin sulit mengakses pembiayaan tambahan atau melaksanakan proyek investasi baru yang dapat meningkatkan nilai perusahaan.

5. PEMBAHASAN

Pengaruh volatilitas ekuitas dan leverage terhadap keputusan investasi perusahaan serta dampaknya terhadap nilai saham telah banyak dibahas dalam literatur keuangan. Namun, meskipun terdapat banyak penelitian mengenai kedua faktor tersebut, studi mengenai hubungan antara volatilitas ekuitas, leverage, dan debt overhang masih terbatas. Oleh karena itu, penelitian ini melakukan tinjauan literatur dengan tujuan memberikan gambaran komprehensif tentang pengaruh interaksi faktor-faktor tersebut terhadap keputusan investasi dan stabilitas keuangan perusahaan.

Volatilitas ekuitas merujuk pada fluktuasi harga saham perusahaan dalam periode tertentu. Harga saham yang fluktuatif mencerminkan ketidakpastian yang lebih besar mengenai prospek masa depan perusahaan, yang dapat meningkatkan risiko investasi. Penelitian oleh Bhamra, Kuehn, dan Strebulaev (2010) menunjukkan bahwa volatilitas ekuitas yang tinggi meningkatkan ketidakpastian pasar dan risiko bagi investor. Hal ini dapat mempengaruhi keputusan investasi perusahaan, yang lebih cenderung menghindari investasi yang berisiko dalam situasi volatilitas tinggi. Hal serupa juga ditemukan dalam penelitian oleh Hennessy (2004) yang mengungkapkan bahwa volatilitas yang tinggi mengurangi insentif perusahaan untuk berinvestasi pada proyek baru karena ketidakpastian yang ditimbulkan. Sementara itu, dalam penelitian oleh Baker, Bloom, dan Davis (2016), ditemukan bahwa volatilitas ekuitas yang meningkat dapat memperburuk kondisi perusahaan yang sudah memiliki struktur modal

yang tidak sehat, seperti utang yang tinggi. Ketidakpastian pasar yang tinggi dapat membuat perusahaan lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan investasi, meskipun peluang tersebut dapat memberikan keuntungan yang tinggi. Sebaliknya, volatilitas yang rendah memberi perusahaan ruang untuk melakukan perencanaan investasi yang lebih baik dan meningkatkan kinerja saham di pasar.

Leverage merujuk pada penggunaan utang dalam pembiayaan perusahaan, yang dapat meningkatkan potensi keuntungan tetapi juga memperbesar risiko kebangkrutan apabila perusahaan gagal memenuhi kewajiban utangnya. Penelitian oleh Hennessy (2004) menunjukkan bahwa perusahaan dengan leverage tinggi lebih rentan terhadap risiko kebangkrutan dan kesulitan finansial. Hal ini terjadi karena perusahaan yang menggunakan utang dalam pembiayaan cenderung memiliki lebih sedikit fleksibilitas finansial dalam menghadapi fluktuasi pasar. Lebih lanjut, Titman dan Tsyplakov (2007) menemukan bahwa dalam situasi di mana perusahaan memiliki tingkat leverage yang tinggi, perusahaan cenderung menghindari investasi yang menguntungkan karena takut utang yang ada akan membebani mereka lebih lanjut. Dalam penelitian ini, debt overhang menjadi masalah yang memperburuk situasi, di mana perusahaan tidak dapat memperoleh pembiayaan tambahan atau melaksanakan proyek baru yang menguntungkan karena sebagian besar keuntungan akan digunakan untuk membayar utang.

Debt overhang merupakan fenomena di mana perusahaan yang memiliki utang yang besar merasa enggan untuk melakukan investasi lebih lanjut meskipun ada peluang yang menguntungkan. Dalam teori yang dikemukakan oleh Myers (1977), debt overhang terjadi ketika perusahaan memiliki utang yang lebih besar daripada nilai pasar perusahaan, yang mengurangi insentif untuk berinvestasi. Hal ini menyebabkan perusahaan enggan mengambil proyek baru karena pemegang utang akan mendapatkan sebagian besar hasil dari proyek tersebut, sementara pemegang saham hanya akan mendapatkan klaim setelah kewajiban utang dilunasi. Penelitian oleh Eisfeldt dan Papanikolaou (2013) mendukung temuan ini dengan menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki struktur modal yang didominasi oleh utang cenderung menghindari investasi baru, meskipun investasi tersebut dapat meningkatkan nilai perusahaan. Debt overhang menjadi penghalang bagi pemegang saham untuk memperoleh manfaat dari proyek yang menguntungkan karena sebagian besar manfaat tersebut akan dialihkan kepada kreditor.

Interaksi antara volatilitas ekuitas, leverage, dan debt overhang sangat kompleks. Dalam situasi di mana volatilitas ekuitas tinggi dan leverage besar, perusahaan akan menghadapi peningkatan risiko investasi yang signifikan. Penelitian oleh Bhamra et al. (2010) menunjukkan bahwa volatilitas yang tinggi akan memperburuk kondisi leverage tinggi, karena

ketidakpastian pasar yang besar menyebabkan perusahaan lebih cenderung untuk menarik diri dari proyek investasi yang menguntungkan. Selain itu, ketidakpastian ini memperburuk debt overhang, di mana perusahaan menjadi semakin tidak mampu melakukan investasi baru, meskipun peluangnya menguntungkan. Eisfeldt dan Papanikolaou (2013) menyatakan bahwa volatilitas pasar yang tinggi memperburuk kondisi debt overhang dengan memperbesar ketidakpastian mengenai masa depan perusahaan. Dalam kondisi ini, perusahaan dengan utang yang tinggi lebih cenderung menunda atau bahkan membatalkan investasi baru karena risiko yang lebih besar. Dalam konteks ini, nilai opsi ekuitas juga menjadi lebih rendah karena pemegang saham lebih sedikit mendapatkan manfaat dari investasi yang dilakukan. Penelitian oleh Hennessy (2004) juga memperkuat argumen ini dengan menyatakan bahwa dalam lingkungan yang volatil, perusahaan yang memiliki leverage tinggi lebih rentan terhadap kerugian dan kebangkrutan. Ini menambah tekanan bagi perusahaan untuk menghindari investasi yang berisiko dan memperburuk masalah debt overhang yang sudah ada.

Beberapa penelitian terdahulu telah membahas hubungan antara volatilitas ekuitas, leverage, dan debt overhang, namun belum ada konsensus yang jelas mengenai seberapa besar pengaruh masing-masing faktor terhadap keputusan investasi. Sebagai contoh, studi oleh Titman dan Tsyplakov (2007) menunjukkan bahwa debt overhang mengurangi insentif perusahaan untuk berinvestasi pada proyek baru. Hal ini konsisten dengan temuan dalam penelitian ini yang menunjukkan bahwa perusahaan dengan utang tinggi cenderung menghindari investasi, terutama dalam kondisi pasar yang volatil.

Namun, penelitian oleh Bhamra et al. (2010) menunjukkan bahwa meskipun debt overhang mengurangi insentif untuk berinvestasi, volatilitas ekuitas yang tinggi juga dapat memperburuk penghindaran investasi karena ketidakpastian pasar yang lebih besar. Temuan ini sejalan dengan penelitian oleh Baker, Bloom, dan Davis (2016), yang mengungkapkan bahwa volatilitas tinggi dapat memperburuk ketidakmampuan perusahaan untuk berinvestasi karena mereka cenderung menghindari risiko. Sementara itu, penelitian oleh Hennessy (2004) menunjukkan bahwa perusahaan dengan leverage tinggi lebih rentan terhadap risiko kebangkrutan dan kesulitan finansial, yang memperburuk situasi investasi. Hal ini juga sesuai dengan hasil penelitian ini yang menunjukkan bahwa perusahaan dengan leverage tinggi cenderung menghindari proyek baru karena beban utang yang besar. Namun, terdapat beberapa perbedaan temuan antara penelitian ini dengan penelitian yang dilakukan oleh Eisfeldt dan Papanikolaou (2013), yang lebih menekankan pada pengaruh struktur modal terhadap keputusan investasi dalam jangka panjang. Eisfeldt dan Papanikolaou menemukan bahwa perusahaan dengan struktur modal yang sehat lebih mampu mengelola risiko investasi dan memanfaatkan peluang pasar meskipun menghadapi ketidakpastian. Temuan ini sedikit

berbeda dengan penelitian ini, yang lebih menekankan pada pengaruh debt overhang dalam kondisi volatilitas tinggi.

Studi ini memiliki sejumlah implikasi praktis, terutama bagi pengelola perusahaan dan pembuat kebijakan. Perusahaan dengan volatilitas ekuitas yang tinggi dan leverage besar harus lebih berhati-hati dalam pengambilan keputusan investasi. Mereka perlu mempertimbangkan dampak dari debt overhang, yang dapat mengurangi insentif untuk berinvestasi pada proyek baru, meskipun proyek tersebut menawarkan potensi keuntungan. Selain itu, penting bagi perusahaan untuk mengelola risiko mereka dengan lebih hati-hati, terutama dalam lingkungan pasar yang penuh ketidakpastian.

6. SIMPULAN

Berdasarkan ulasan dari berbagai penelitian terdahulu, dapat disimpulkan bahwa volatilitas ekuitas dan leverage memiliki keterkaitan kuat terhadap keputusan investasi perusahaan, baik secara langsung maupun tidak langsung. Ketidakpastian yang ditimbulkan oleh volatilitas ekuitas cenderung mengurangi insentif perusahaan untuk berinvestasi, terutama ketika perusahaan memiliki struktur modal yang berat dengan utang yang tinggi. Dalam hal leverage, perusahaan yang menggunakan utang secara berlebihan (leverage tinggi) lebih rentan terhadap risiko kebangkrutan dan kesulitan finansial, yang pada gilirannya menghambat kemampuan mereka untuk berinvestasi dalam proyek-proyek baru yang dapat meningkatkan nilai perusahaan. Fenomena debt overhang, di mana perusahaan dengan utang besar cenderung menghindari investasi karena sebagian besar manfaat dari investasi tersebut akan dialihkan kepada kreditor, semakin memperburuk ketidakseimbangan dalam pengambilan keputusan investasi.

Secara keseluruhan, penelitian ini mengungkapkan bahwa volatilitas ekuitas dan leverage berinteraksi secara kompleks dalam memengaruhi keputusan investasi perusahaan. Perusahaan yang menghadapi ketidakpastian pasar yang tinggi dan memiliki struktur utang yang besar akan cenderung menunda atau membatalkan investasi, meskipun ada peluang yang menguntungkan. Ini menunjukkan pentingnya manajemen risiko yang baik dan perencanaan keuangan yang matang bagi perusahaan untuk menghindari jebakan debt overhang dan memaksimalkan nilai perusahaan dalam jangka panjang.

7. LIMITASI

Meskipun penelitian ini memberikan kontribusi penting dalam memahami hubungan antara volatilitas ekuitas, leverage, dan debt overhang, terdapat beberapa limitasi yang perlu diperhatikan. Penelitian ini bersifat kualitatif dan mengandalkan literatur yang ada, sehingga

tidak ada pengumpulan data primer atau analisis empiris yang dapat memberikan bukti lebih lanjut tentang hubungan yang ditemukan. Sebagian besar hasil penelitian ini bergantung pada teori dan temuan penelitian sebelumnya, yang mungkin tidak sepenuhnya representatif untuk seluruh jenis industri atau pasar. Selain itu, meskipun telah banyak penelitian yang membahas volatilitas ekuitas, leverage, dan debt overhang, sebagian besar penelitian tersebut dilakukan dalam konteks pasar negara maju, seperti Amerika Serikat dan Eropa. Oleh karena itu, generalisasi temuan penelitian ini untuk pasar negara berkembang atau negara dengan struktur ekonomi yang berbeda dapat menjadi kajian pada penelitian selanjutnya.

8. DAFTAR PUSTAKA

- Abel, A. B., & Eberly, J. C. (2011). How q and cash flow affect investment without frictions: An analytic explanation. *Review of Economic Studies*, 78(4), 1179–1200. <https://doi.org/10.1093/restud/rdr029>
- Alfaro, I., Bloom, N., & Lin, X. (2018). The finance uncertainty multiplier. *National Bureau of Economic Research*.
- Arellano, C., Bai, Y., & Kehoe, P. J. (2019). Financial frictions and fluctuations in volatility. *Journal of Political Economy*, 127(5), 2049–2103. <https://doi.org/10.1086/704083>
- Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2016). Measuring economic policy uncertainty. *Quarterly Journal of Economics*, 131(4), 1593–1636. <https://doi.org/10.1093/qje/qjw024>
- Bhamra, H. S., Kuehn, L. A., & Strebulaev, I. A. (2010). The levered equity risk premium and credit spreads: A unified framework. *Review of Financial Studies*, 23(2), 645–703. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhq010>
- Bharath, S. T., & Shumway, T. (2008). Forecasting default with the Merton distance to default model. *Review of Financial Studies*, 21(3), 1339–1369.
- Black, F., & Scholes, M. (1973). The pricing of options and corporate liabilities. *Journal of Political Economy*, 81(3), 637–654. <https://doi.org/10.1086/260062>
- Bloom, N. (2009). The impact of uncertainty shocks. *Econometrica*, 77(3), 623–685.
- Campbell, J. Y., & Taksler, G. B. (2003). Equity volatility and corporate bond yields. *Journal of Finance*, 58(6), 2321–2350. <https://doi.org/10.1046/j.1540-6261.2003.00613.x>
- Chang, H., D'Avernas, A., & Eisfeldt, A. L. (2024). Bonds versus equities: Information for investment. *The Journal of the American Finance Association*, 79(6), 3893–3941. <https://doi.org/10.1111/jofi.13396>
- Choi, J., Richardson, M., & Whitelaw, R. F. (2022). Capital structure priority effects in durations, stock-bond comovements, and factor pricing models. *Review of Asset Pricing Studies*, 12(3), 706–753.
- DeMarzo, P. M., & He, Z. (2021). Leverage dynamics without commitment. *Journal of Finance*, 76(3), 1195–1250. <https://doi.org/10.1111/jofi.12993>

- Eisfeldt, A. L., & Papanikolaou, D. (2013). Organization capital and the cross-section of expected returns. *Journal of Finance*, 68(4), 1365–1406. <https://doi.org/10.1111/jofi.12027>
- Gilchrist, S., Sim, J. W., & Zakrajšek, E. (2009). Credit market shocks and economic fluctuations: Evidence from corporate bond and stock markets. *Journal of Monetary Economics*, 56(4), 471–493.
- Hennessy, C. A. (2004). Tobin's q, debt overhang, and investment. *Journal of Finance*, 59(4), 1717–1742. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00672.x>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Kasih, E. W., & Kholifah, N. (2022). Analisis pengaruh profitabilitas, struktur aset dan likuiditas terhadap struktur modal (studi empiris pada perusahaan manufaktur sektor industri dasar dan kimia yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2015-2017). *Studia Ekonomika*, 18(1), 26–39. <https://doi.org/10.70142/studiaekonomika.v18i1.88>
- Kusnanto, E., Permana, N., & Yulianti, G. (2022). Intellectual capital, institutional ownership, profitability on financial awareness with cash flow volatility as an intervening variable. *Jurnal Ilmiah Akuntansi Dan Humanika*, 12(1), 307–323.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147–175. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0)
- Titman, S., & Tsyplakov, S. (2007). A dynamic model of optimal capital structure. *Review of Finance*, 11(3), 401–451. <https://doi.org/10.1093/rof/rel014>