

HYBRID FINANCE SEBAGAI STRATEGI PENDANAAN ALTERNATIF DALAM CORPORATE ACTION DI PASAR MODAL INDONESIA

Lucky Bayu Purnomo¹

Universitas Dirgantara Marsekal Suryadarma (Unsuraya), Jakarta, Indonesia¹

Email: info.luckybp@gmail.com¹

Abstract: This study examines hybrid finance as an alternative financing strategy for corporate actions in the Indonesian capital market, focusing on three commonly used mechanisms: Initial Public Offering (IPO), Rights Issue, and the issuance of convertible instruments. Rather than treating these mechanisms as independent corporate actions, this study positions them as complementary components of a single strategic financing architecture that companies can combine to balance financing flexibility, cost of capital, financial risk, ownership dilution, and firm value. The study employs a qualitative, literature-based conceptual approach, synthesizing corporate finance theory (Modigliani-Miller theory, trade-off theory, pecking order theory, agency theory, information asymmetry theory, and market timing theory) with empirical evidence drawn from prior studies on IPOs, rights issues, and convertible bonds in Indonesia and in a broader set of international markets (China, India, Saudi Arabia, and Taiwan), and supported by secondary data patterns from the Financial Services Authority (OJK), the Indonesia Stock Exchange (IDX), and the Indonesian Central Securities Depository (KSEI). The analysis shows that IPOs and rights issues predominantly expand the equity base and tend to lower leverage but expose issuers to underpricing costs and dilution, while convertible instruments provide financing flexibility by deferring the debt-to-equity conversion decision, though at the cost of contingent dilution and interim leverage. Findings from Indonesian and international studies indicate mixed market reactions to rights issue announcements, underpricing patterns in IPOs influenced by firm-specific and market condition variables, and evidence that convertible bond issuance volume can strengthen capital structure and enhance firm value through a capital-structure transmission channel that has since been corroborated in cross-country evidence. Based on this synthesis, the study develops a Hybrid Corporate Action Financing Model (HCAFM) that maps financing needs, market conditions, and investor appetite into an instrument-selection framework capable of generating single-instrument or combined financing strategies. The model contributes an integrative perspective that has been largely absent from studies that examine IPOs, rights issues, and convertible instruments separately, and offers practical guidance for corporate financial managers, investment bankers, and capital market regulators in Indonesia.

Keywords: Hybrid Finance; Corporate Action; Initial Public Offering; Rights Issue; Convertible Instruments

Abstrak: Penelitian ini mengkaji hybrid finance sebagai strategi pendanaan alternatif dalam corporate action di pasar modal Indonesia, dengan fokus pada tiga mekanisme utama, yaitu Initial Public Offering (IPO), Right Issue, dan penerbitan instrumen konversi. Ketiga instrumen tersebut tidak diperlakukan sebagai mekanisme yang berdiri sendiri, melainkan sebagai bagian dari satu arsitektur strategi pendanaan yang dapat dikombinasikan perusahaan untuk menyeimbangkan financing flexibility, cost of capital, financial risk, ownership dilution, dan firm value. Penelitian menggunakan pendekatan kualitatif konseptual berbasis studi kepustakaan, dengan mensintesis teori corporate finance (Modigliani-Miller theory, trade-off theory, pecking order theory, agency theory, information asymmetry theory, dan market timing theory) bersama bukti empiris dari penelitian-penelitian terdahulu mengenai IPO, right issue, dan convertible bond, baik di Indonesia maupun pada sejumlah pasar modal internasional (Tiongkok, India, Arab Saudi, dan Taiwan), yang diperkuat dengan pola data sekunder dari Otoritas Jasa Keuangan (OJK), Bursa Efek Indonesia (BEI), dan Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI). Hasil analisis menunjukkan bahwa IPO dan right issue umumnya memperluas basis ekuitas dan cenderung menurunkan leverage, tetapi menimbulkan biaya underpricing dan dilusi kepemilikan, sementara instrumen konversi memberikan fleksibilitas pendanaan karena keputusan konversi debt-to-equity dapat ditunda, meskipun menimbulkan potensi dilusi bersyarat dan peningkatan leverage sementara sebelum konversi. Temuan dari berbagai penelitian di Indonesia maupun mancanegara menunjukkan reaksi pasar yang beragam terhadap pengumuman right issue, pola underpricing IPO yang dipengaruhi oleh karakteristik perusahaan dan kondisi pasar, serta bukti bahwa volume penerbitan convertible bond dapat memperkuat struktur modal dan meningkatkan nilai perusahaan melalui jalur transmisi struktur modal yang belakangan juga dikonfirmasi oleh bukti lintas negara. Berdasarkan sintesis tersebut, penelitian ini mengembangkan Hybrid Corporate Action Financing Model (HCAFM) yang memetakan kebutuhan pendanaan, kondisi pasar, dan investor appetite ke dalam kerangka

pemilihan instrumen yang dapat menghasilkan strategi pendanaan tunggal maupun kombinasi. Model ini memberikan perspektif integratif yang selama ini jarang ditemukan pada penelitian yang mengkaji IPO, right issue, dan instrumen konversi secara terpisah, serta menawarkan panduan praktis bagi manajer keuangan perusahaan, investment banker, dan regulator pasar modal di Indonesia.

Kata Kunci: Hybrid Finance; Aksi Korporasi; Initial Public Offering; Right Issue; Instrumen Konversi

PENDAHULUAN

Setiap perusahaan yang tumbuh membutuhkan sumber pendanaan untuk membiayai ekspansi usaha, investasi pada aset produktif, akuisisi, restrukturisasi, modal kerja, maupun proyek-proyek strategis lain. Dalam praktik corporate finance, kebutuhan tersebut dapat dipenuhi melalui internal financing, debt financing, equity financing, atau kombinasi dari berbagai instrumen pendanaan tersebut. Modigliani dan Miller (1958) meletakkan dasar teoretis mengenai hubungan antara struktur modal, biaya modal, dan nilai perusahaan yang hingga kini masih menjadi rujukan utama dalam menjelaskan bagaimana keputusan pendanaan memengaruhi valuasi perusahaan.

Penggunaan utang memberikan manfaat leverage dan potensi tax shield, tetapi pada saat yang sama meningkatkan kewajiban pembayaran tetap dan risiko keuangan perusahaan. Sebaliknya, equity financing tidak menimbulkan kewajiban pembayaran bunga, namun berpotensi menyebabkan ownership dilution serta pergeseran struktur pengendalian. Myers (1984) serta Myers dan Majluf (1984) menjelaskan bahwa asimetri informasi antara manajemen dan investor menjadikan preferensi pendanaan perusahaan cenderung mengikuti suatu hierarki tertentu, sebagaimana dirumuskan dalam pecking order theory. Kondisi ini mendorong kebutuhan terhadap strategi pendanaan yang lebih fleksibel, yang dalam penelitian ini disebut sebagai hybrid finance, yaitu pendekatan pendanaan yang mengombinasikan karakteristik debt dan equity, atau memadukan beberapa instrumen pendanaan secara terpadu, untuk mencapai struktur modal yang lebih optimal.

Dalam konteks pasar modal Indonesia, perusahaan memiliki sejumlah mekanisme corporate action yang dapat digunakan untuk memenuhi kebutuhan pendanaan tersebut, antara lain Initial Public Offering (IPO), Right Issue, dan penerbitan instrumen konversi seperti obligasi konversi (convertible bond). Skala pemanfaatan ketiga mekanisme ini tergolong material: data Otoritas Jasa Keuangan mencatat lebih dari 300 perusahaan melakukan IPO dan lebih dari 200 perusahaan melakukan Right Issue di Bursa Efek Indonesia sepanjang 2015–2024, sementara penerbitan instrumen konversi tercatat pada sekitar 50 perusahaan pada periode yang sama, jumlah yang jauh lebih kecil namun tetap konsisten muncul setiap tahun. Selisih besar antara jumlah emiten yang menempuh jalur ekuitas murni dan jumlah emiten yang memilih instrumen konversi ini sendiri menarik untuk dicermati, sebab secara teoretis instrumen konversi menawarkan fleksibilitas yang lebih tinggi, namun pemanfaatannya di pasar modal Indonesia masih jauh tertinggal dibandingkan IPO maupun Right Issue. Kesenjangan ini juga tampak pada tingkatan global: penerbitan convertible bond oleh korporasi besar di pasar yang lebih dalam seperti Tiongkok dan Amerika Serikat kembali meningkat pesat pada 2024–2025, yang menandakan bahwa instrumen konversi sesungguhnya menjadi instrumen yang semakin diminati secara internasional, bukan instrumen marjinal, meskipun basis emitennya di Indonesia masih terbatas. Sebagian besar penelitian yang ada pun masih memperlakukan IPO, right issue, dan instrumen konversi sebagai objek kajian yang terpisah satu sama lain, sehingga belum banyak penelitian yang memandang ketiganya sebagai alternatif dalam satu arsitektur keputusan pendanaan perusahaan.

Studi mengenai reaksi pasar terhadap pengumuman right issue di Indonesia, misalnya, menunjukkan hasil yang tidak selalu konsisten. Dewi dan Candraningrat (2019) tidak menemukan perbedaan abnormal return yang signifikan sebelum dan sesudah pengumuman right issue pada 27 emiten periode 2014–2018, namun mencatat kecenderungan penurunan cumulative abnormal return yang mengindikasikan pasar belum sepenuhnya efisien dalam bentuk semi-kuat. Sebaliknya, dengan cakupan periode yang jauh lebih panjang (1991–2016), Suthiono dan Atmaja (2019) menemukan abnormal return negatif yang signifikan pada kisaran -1,66% hingga -2,80% di sekitar tanggal pengumuman right issue, yang juga tidak mendukung hipotesis efisiensi pasar bentuk semi-kuat di Bursa Efek Indonesia. Pola serupa juga terkonfirmasi di luar Indonesia: Gazzaz (2025) menemukan bahwa pengumuman rights issue di Bursa Efek Arab Saudi periode 2013–2023 direspons negatif oleh pasar, terutama ketika dana hasil penerbitan digunakan untuk membayar utang, yang mengindikasikan bahwa motif penerbitan turut memoderasi arah reaksi pasar. Pada sisi IPO, penelitian mengenai underpricing di Indonesia banyak menyoroti pengaruh profitabilitas, ukuran perusahaan, reputasi penjamin emisi, dan struktur modal terhadap tingkat underpricing, dengan hasil yang beragam antarperiode pengamatan (Miswanto & Abdullah, 2020), pola yang

konsisten dengan temuan tinjauan sistematis internasional dari de Oliveira, Rodrigues, dan Jucá (2023) yang mengidentifikasi ukuran perusahaan, reputasi penjamin emisi, dan kondisi pasar sebagai determinan underpricing yang paling robust lintas negara. Sementara itu, pada instrumen konversi, penelitian Liao, Huang, dan Ni (2022) menemukan bahwa volume penerbitan convertible bond yang lebih tinggi justru dapat memperkuat struktur modal dan meningkatkan nilai perusahaan melalui jalur transmisi capital structure, berbeda dengan pandangan konvensional yang menilai convertible bond sebagai instrumen pendanaan yang mahal; temuan ini kemudian diperkuat oleh bukti lintas negara dari Li, Que, Xie, dan Zhong (2025) yang menunjukkan bahwa efek positif penerbitan convertible bond terhadap firm value juga konsisten ditemukan di luar Tiongkok, khususnya pada perusahaan dengan tata kelola yang baik dan lingkungan informasi yang lebih transparan.

Fragmentasi kajian semacam ini menyisakan celah penelitian (research gap) yang cukup mendasar: belum banyak penelitian yang secara komprehensif mengintegrasikan IPO, Right Issue, dan Convertible Instruments sebagai satu strategic financing framework, sekaligus menghubungkannya secara simultan dengan capital structure, cost of capital, financial risk, ownership dilution, dan firm value dalam konteks pasar modal Indonesia. Berangkat dari celah tersebut, penelitian ini dirumuskan untuk menjawab pertanyaan utama: bagaimana hybrid finance dapat digunakan sebagai strategi pendanaan alternatif untuk mengoptimalkan corporate action perusahaan di pasar modal Indonesia? Pertanyaan tersebut kemudian diuraikan ke dalam beberapa sub-permasalahan, yaitu bagaimana perusahaan memilih di antara IPO, Right Issue, dan instrumen konversi; bagaimana masing-masing instrumen memengaruhi struktur modal, cost of capital, dan financial risk; bagaimana equity financing dan convertible instruments memengaruhi ownership dilution; bagaimana financing mix memengaruhi firm value; serta bagaimana membangun model keputusan hybrid financing yang sesuai dengan karakteristik perusahaan di Indonesia.

Sejalan dengan permasalahan tersebut, penelitian ini bertujuan untuk: (1) menganalisis konsep hybrid finance dalam kerangka corporate finance; (2) menganalisis karakteristik IPO, Right Issue, dan convertible instruments sebagai sumber pendanaan; (3) menganalisis pengaruh financing mix terhadap struktur modal, cost of capital, dan financial risk; (4) menganalisis ownership dilution sebagai konsekuensi corporate action; (5) menganalisis pengaruh financing strategy terhadap firm value; dan (6) mengembangkan Hybrid Corporate Action Financing Model (HCAFM) sebagai kerangka pengambilan keputusan pendanaan bagi perusahaan di Indonesia. Kontribusi utama penelitian ini terletak pada penempatan hybrid finance sebagai strategi, bukan sekadar produk keuangan tunggal, sehingga IPO, Right Issue, dan instrumen konversi dapat dipandang sebagai elemen yang saling melengkapi dalam satu portofolio pendanaan strategis, sekaligus memberikan pijakan konseptual bagi penelitian empiris lanjutan di pasar modal Indonesia.

Urgensi kajian ini juga tidak terlepas dari agenda pendalaman pasar modal (capital market deepening) yang secara konsisten didorong oleh Otoritas Jasa Keuangan dan Bursa Efek Indonesia. Selama ini, perhatian pelaku pasar maupun regulator masih relatif terpusat pada IPO dan Right Issue sebagai instrumen equity financing utama, sementara pemanfaatan instrumen konversi sebagai bagian dari strategi pendanaan hybrid belum berkembang sebanding dengan potensinya, sebagaimana tercermin dari relatif terbatasnya literatur empiris mengenai convertible bond di pasar modal Indonesia dibandingkan literatur mengenai IPO dan Right Issue. Kesenjangan perhatian inilah yang turut memotivasi penelitian ini untuk menempatkan ketiga instrumen secara setara dalam satu kerangka analisis.

Secara lebih spesifik, penelusuran atas literatur yang ada menunjukkan bahwa penelitian mengenai IPO, Right Issue, dan convertible bond di Indonesia sebagian besar dilakukan secara parsial oleh kelompok peneliti yang berbeda, dengan fokus metodologis yang juga berbeda-beda, mulai dari event study untuk mengukur reaksi pasar, analisis regresi untuk determinan underpricing, hingga analisis struktur modal untuk convertible bond. Belum ditemukan kajian yang secara eksplisit memosisikan ketiganya dalam satu kerangka strategic financing yang sama, sehingga pembuat keputusan pendanaan tidak memiliki rujukan konseptual yang mengintegrasikan pertimbangan lintas instrumen tersebut secara sistematis. Kekosongan inilah yang menjadi celah penelitian (research gap) utama yang coba dijawab oleh penelitian ini melalui pengembangan Hybrid Corporate Action Financing Model (HCAFM).

Sebelum menyintesis temuan empiris mengenai IPO, Right Issue, dan instrumen konversi, penelitian ini terlebih dahulu menguraikan enam teori corporate finance yang menjadi lensa analisis, yaitu Modigliani-Miller theory, trade-off theory, pecking order theory, agency theory, information asymmetry theory, dan market timing theory. Keenam teori ini tidak diposisikan sebagai penjelasan yang saling meniadakan, melainkan sebagai perspektif yang saling melengkapi dalam menjelaskan mengapa perusahaan memilih kombinasi instrumen pendanaan tertentu pada waktu tertentu.

Modigliani dan Miller (1958) mengawali diskursus modern mengenai struktur modal dengan proposisi bahwa, pada pasar modal yang sempurna dan tanpa pajak, nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh komposisi pendanaan antara utang dan ekuitas, karena investor dapat melakukan arbitrase sendiri melalui homemade leverage. Revisi atas proposisi tersebut, yang memasukkan faktor pajak korporasi, menunjukkan bahwa utang memberikan manfaat tax shield sehingga nilai perusahaan cenderung meningkat seiring penambahan proporsi utang hingga titik tertentu. Kerangka inilah yang menjadi fondasi bagi trade-off theory dan menjadi rujukan utama dalam penelitian ini untuk menjelaskan bagaimana pilihan antara instrumen ekuitas (IPO, Right Issue) dan instrumen yang mengandung unsur utang (convertible instrument) pada akhirnya bermuara pada firm value.

Trade-off theory mengembangkan gagasan Modigliani dan Miller dengan memasukkan biaya financial distress sebagai penyeimbang manfaat tax shield, sehingga perusahaan diasumsikan menuju suatu target struktur modal optimal yang meminimalkan biaya modal keseluruhan. Dalam konteks Indonesia, pengujian yang dilakukan Culata dan Gunarsih (2012) pada emiten Bursa Efek Indonesia menemukan bahwa trade-off theory memperoleh dukungan empiris yang lebih kuat dibandingkan pecking order theory, yang mengindikasikan bahwa keputusan pendanaan emiten domestik cenderung mempertimbangkan target leverage secara eksplisit, bukan semata-mata mengikuti hierarki sumber dana. Temuan ini menjadi salah satu justifikasi teoretis mengapa penelitian ini memandang penting untuk menganalisis pengaruh masing-masing instrumen pendanaan terhadap posisi leverage perusahaan secara eksplisit, sebagaimana disajikan pada Gambar 1.

Pecking order theory, sebagaimana dirumuskan Myers (1984) serta Myers dan Majluf (1984), menjelaskan bahwa asimetri informasi antara manajemen dan investor menyebabkan perusahaan lebih menyukai sumber dana internal, kemudian utang, dan menjadikan penerbitan ekuitas baru sebagai pilihan terakhir karena berpotensi ditafsirkan pasar sebagai sinyal bahwa saham perusahaan sedang dinilai terlalu tinggi (overvalued). Perspektif ini relevan untuk memahami mengapa pengumuman IPO maupun Right Issue kerap direspons dengan kehati-hatian oleh investor, dan menjadi dasar bagi penelitian ini untuk menempatkan instrumen konversi sebagai jalan tengah yang memungkinkan perusahaan menghindari sinyal negatif tersebut melalui penundaan keputusan konversi debt-to-equity.

Agency theory yang dikembangkan Jensen dan Meckling (1976) menyoroti konflik kepentingan yang timbul baik antara manajer dan pemegang saham (agency cost of equity) maupun antara pemegang saham dan kreditur (agency cost of debt). Instrumen konversi, dalam kerangka agency theory, sering dipandang sebagai mekanisme yang dapat meredam kedua jenis konflik tersebut sekaligus, karena hak konversi memberikan kreditur insentif untuk turut mengawasi kinerja perusahaan sebagaimana layaknya calon pemegang saham, sementara struktur kupon yang lebih rendah dibandingkan obligasi konvensional mengurangi beban agency cost of debt bagi perusahaan penerbit.

Information asymmetry theory menjelaskan bahwa perbedaan informasi antara pihak internal perusahaan dan investor publik menimbulkan biaya implisit dalam setiap transaksi penerbitan efek. Pada konteks IPO, teori ini banyak digunakan untuk menjelaskan fenomena underpricing, sebagaimana ditemukan Miswanto dan Abdullah (2020) bahwa ukuran perusahaan, profitabilitas, dan struktur modal memengaruhi besaran underpricing pada emiten yang melakukan penawaran umum perdana di Bursa Efek Indonesia. Bukti internasional terbaru memperkuat mekanisme ini melalui jalur yang berbeda: Ranganathan dan Veeraraghavan (2023) menemukan, pada IPO di India, bahwa pengungkapan spesifik mengenai penggunaan dana hasil IPO (use of proceeds) meningkatkan underpricing pada tahap penawaran namun justru menurunkan underpricing pasar sekunder, sementara Chen, Li, Wan, Ye, dan Yang (2024) menunjukkan bahwa adopsi anti-takeover provisions pada emiten di Tiongkok dapat menurunkan underpricing karena membuka ruang bagi investor untuk memperoleh informasi privat tambahan, sehingga meredam asimetri informasi. Semakin besar asimetri informasi yang dipersepsikan investor, semakin besar pula diskon harga yang dituntut sebagai kompensasi atas risiko ketidakpastian nilai perusahaan.

Market timing theory, sebagaimana dikemukakan Baker dan Wurgler (2002), menambahkan dimensi waktu ke dalam keputusan pendanaan dengan menunjukkan bahwa perusahaan cenderung menerbitkan ekuitas ketika kondisi pasar dinilai menguntungkan atau ketika valuasi saham relatif tinggi, dan lebih memilih instrumen utang ketika kondisi pasar kurang mendukung penerbitan ekuitas. Perspektif ini melengkapi trade-off theory dan pecking order theory dengan menegaskan bahwa struktur modal pada suatu titik waktu tertentu sesungguhnya merupakan hasil kumulatif dari serangkaian keputusan market timing di masa lalu, bukan semata-mata cerminan dari target struktur modal yang statis.

Sintesis atas keenam teori tersebut menunjukkan bahwa tidak satu pun teori yang secara tunggal mampu menjelaskan secara komprehensif bagaimana perusahaan di Indonesia memilih di antara

IPO, Right Issue, dan instrumen konversi. Oleh karena itu, penelitian ini menggunakan pendekatan multi-teoretis sebagai landasan untuk membangun kerangka konseptual Hybrid Corporate Action Financing Model (HCAFM) yang diuraikan pada bagian Pembahasan, dengan terlebih dahulu menjelaskan pendekatan metodologis penelitian pada bagian berikut.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kualitatif dengan desain studi kepustakaan (library research) dan analisis konseptual (conceptual analysis), yang bertujuan menyintesis teori corporate finance dengan bukti empiris dari penelitian-penelitian terdahulu untuk membangun sebuah model pengambilan keputusan pendanaan. Pendekatan ini dipilih karena permasalahan penelitian bersifat lintas instrumen (IPO, right issue, dan instrumen konversi) sehingga memerlukan sintesis konseptual sebelum dapat diuji secara kuantitatif pada tahap penelitian lanjutan.

Objek penelitian adalah perusahaan yang melakukan IPO, Right Issue, dan/atau penerbitan instrumen konversi di pasar modal Indonesia. Data yang digunakan merupakan data sekunder yang bersumber dari: (1) prospektus IPO dan right issue; (2) dokumen penerbitan instrumen konversi; (3) laporan keuangan dan laporan tahunan emiten; (4) keterbukaan informasi dan public expose; (5) statistik pasar modal yang dipublikasikan Otoritas Jasa Keuangan (OJK), Bursa Efek Indonesia (BEI), dan Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI); serta (6) artikel ilmiah terindeks yang membahas IPO, right issue, convertible bond, capital structure, dan firm value, baik dalam konteks Indonesia maupun konteks internasional yang relevan sebagai pembanding, termasuk studi dari Tiongkok, India, Arab Saudi, dan Taiwan yang diterbitkan pada rentang 2022–2025 untuk menjaga aktualitas sintesis.

Cakupan waktu data sekunder yang digunakan untuk mendukung sintesis konseptual, khususnya data statistik jumlah dan nilai emisi IPO, difokuskan pada periode 2019–2024 agar mencerminkan kondisi pasar modal Indonesia pasca pandemi Covid-19 yang relatif representatif terhadap dinamika terkini, sementara temuan-temuan empiris terdahulu mengenai right issue dan convertible bond yang disintesis mencakup rentang periode yang lebih panjang, termasuk temuan internasional terbaru hingga 2025, guna menangkap variasi kondisi pasar dari waktu ke waktu.

Teknik analisis data dilakukan melalui empat tahap. Pertama, identifikasi dan kategorisasi karakteristik ketiga instrumen pendanaan berdasarkan sifat dana masuk, kewajiban bunga, potensi dilusi, pengaruh terhadap leverage, fleksibilitas, dan pengaruh terhadap kendali pemegang saham. Kedua, pemetaan teori-teori corporate finance yang relevan, yaitu Modigliani-Miller theory, trade-off theory, pecking order theory, agency theory, information asymmetry theory, dan market timing theory, terhadap masing-masing instrumen. Ketiga, sintesis temuan empiris dari penelitian-penelitian terdahulu yang meneliti reaksi pasar, determinan underpricing, dan pengaruh convertible bond terhadap struktur modal dan nilai perusahaan, baik pada konteks Bursa Efek Indonesia maupun pada bursa efek negara lain sebagai pembanding lintas konteks. Keempat, perumusan Hybrid Corporate Action Financing Model (HCAFM) sebagai kerangka konseptual yang mengintegrasikan hasil dari ketiga tahap sebelumnya menjadi satu model pengambilan keputusan pendanaan.

Penelusuran literatur dilakukan melalui basis data akademik seperti Scopus, ScienceDirect, Emerald Insight, dan Google Scholar, menggunakan kombinasi kata kunci "initial public offering", "rights issue", "convertible bond", "hybrid financing", "capital structure", dan "Indonesia", dengan prioritas pada artikel yang terindeks pada jurnal bereputasi serta artikel yang secara spesifik menggunakan sampel emiten Bursa Efek Indonesia maupun bursa efek internasional yang sebanding, agar sintesis yang dihasilkan relevan dengan konteks penelitian ini sekaligus mencerminkan perkembangan literatur terkini.

Kriteria inklusi artikel yang disintesis mencakup artikel yang diterbitkan pada jurnal terindeks nasional maupun internasional, menggunakan sampel emiten Bursa Efek Indonesia atau bursa efek negara lain, atau menjelaskan teori corporate finance yang relevan secara umum, serta diterbitkan dalam rentang waktu yang masih relevan dengan praktik pasar modal terkini, dengan penekanan tambahan pada artikel yang diterbitkan pada 2022 ke atas untuk memastikan aktualitas rujukan internasional, sementara artikel yang tidak melalui proses tinjauan sejawat (peer review) tidak disertakan dalam sintesis kecuali untuk data statistik resmi dari otoritas seperti OJK, BEI, dan KSEI, atau working paper dari lembaga akademik yang secara eksplisit disebutkan statusnya.

Untuk menjaga trustworthiness sintesis konseptual ini, penulis melakukan triangulasi sumber dengan membandingkan temuan dari beberapa penelitian yang mengkaji fenomena serupa pada periode, sampel, dan konteks pasar modal yang berbeda, sebagaimana terlihat pada perbandingan temuan mengenai reaksi pasar terhadap right issue di Indonesia dan di Arab Saudi, serta

determinan underpricing IPO di Indonesia, India, dan Tiongkok. Penulis juga secara eksplisit mencatat keterbatasan dan potensi bias pada masing-masing sumber, misalnya perbedaan rentang waktu pengamatan dan karakteristik kelembagaan pasar modal, sebagai bagian dari upaya menjaga objektivitas sintesis yang dihasilkan.

Karena penelitian ini bersifat konseptual dan berbasis studi kepustakaan, analisis yang disajikan pada bagian Hasil dan Pembahasan tidak dimaksudkan untuk menggantikan pengujian statistik terhadap data panel perusahaan, melainkan untuk menyusun peta konseptual (conceptual map) dan proposisi yang dapat digunakan sebagai dasar pengujian empiris pada penelitian selanjutnya.

HASIL PENELITIAN

Hasil identifikasi dan kategorisasi terhadap tiga instrumen pendanaan utama yang menjadi fokus penelitian ini disajikan pada Tabel 1. Pemetaan ini menjadi dasar untuk memahami bagaimana masing-masing instrumen dapat memengaruhi struktur modal, cost of capital, financial risk, ownership dilution, dan firm value secara berbeda.

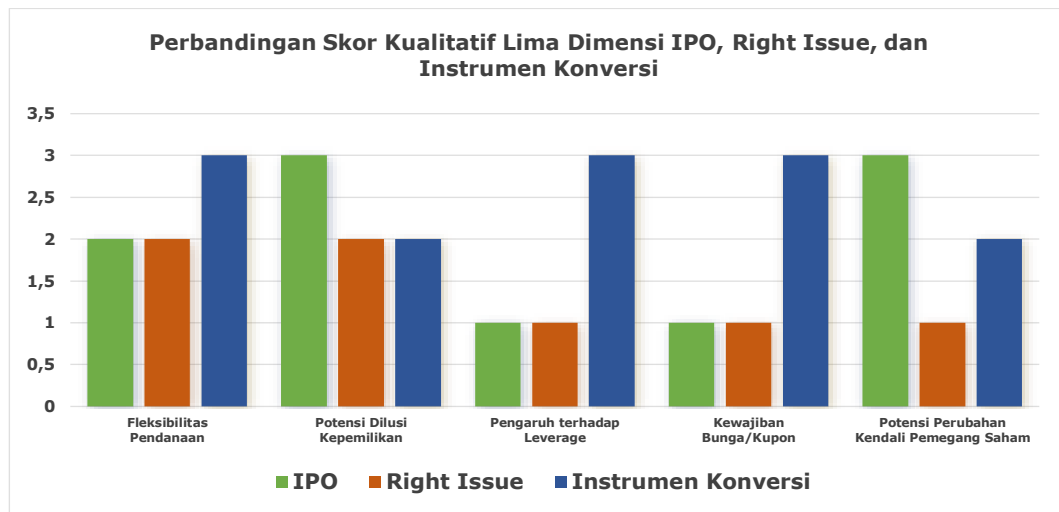
Pemetaan ini penting karena ketiga instrumen tersebut kerap dipersepsikan sebagai substitusi satu sama lain oleh sebagian pelaku pasar, padahal secara konseptual masing-masing memiliki mekanisme kerja, profil risiko, dan implikasi jangka panjang yang berbeda, sehingga penyamarataan ketiganya berpotensi menghasilkan keputusan pendanaan yang kurang optimal bagi perusahaan.

Tabel 1 Perbandingan Karakteristik IPO, Right Issue, dan Instrumen Konversi

No	Aspek	IPO	Right Issue	Instrumen Konversi
1	Karakter dasar	Equity	Equity	Hybrid (debt-equity)
2	Target investor	Publik	Pemegang saham lama + investor baru	Investor debt/equity
3	Sifat dana masuk	Modal baru (setoran ekuitas)	Modal baru (setoran ekuitas)	Modal utang yang berpotensi menjadi ekuitas
4	Kewajiban bunga/kupon	Tidak ada	Tidak ada	Umumnya ada kupon/bunga tetap
5	Potensi dilusi kepemilikan	Tinggi	Bergantung partisipasi pemegang saham	Bergantung rasio konversi
6	Pengaruh terhadap leverage	Cenderung menurun	Cenderung menurun	Dapat meningkat sebelum konversi
7	Fleksibilitas struktur	Sedang	Sedang	Tinggi
8	Pengaruh terhadap kendali pemegang saham lama	Dapat berubah signifikan	Dapat dipertahankan bila pemegang saham ikut serta	Berpotensi berubah setelah konversi

Sumber: disintesis dari kajian konseptual penelitian, merujuk pada karakteristik instrumen sebagaimana dibahas Billingsley dan Thompson (1988), Borumand dan Shamsa (2021), Li, Que, Xie, dan Zhong (2025), serta praktik penerbitan efek di pasar modal Indonesia.

Untuk memudahkan interpretasi pola perbedaan antarinstrumen pada Tabel 1, kategori kualitatif Rendah, Sedang, dan Tinggi ditransformasikan ke dalam skala ordinal 1 sampai 3 dan divisualisasikan pada Gambar 1. Transformasi ini bersifat deskriptif dan tidak dimaksudkan sebagai pengukuran kuantitatif yang presisi, melainkan sebagai alat bantu visual untuk membandingkan profil ketiga instrumen secara simultan pada lima dimensi utama.



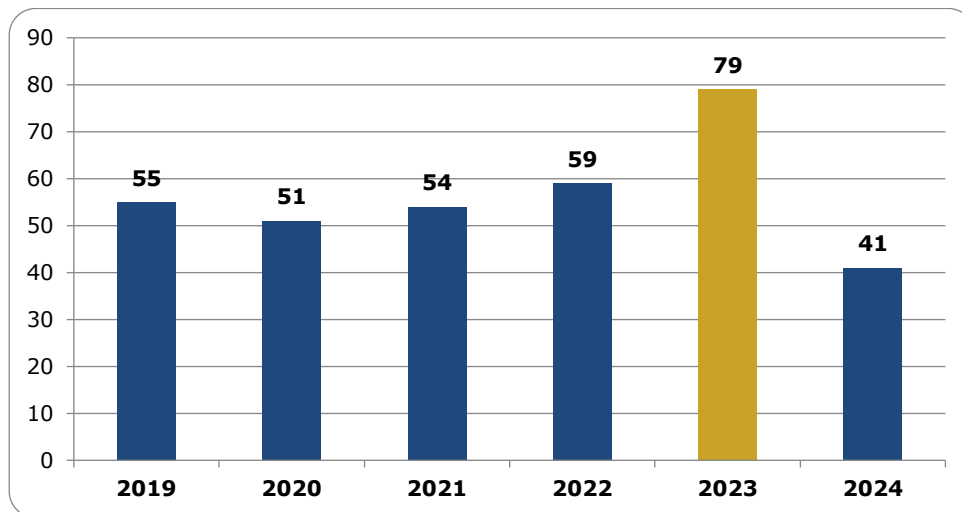
Gambar 1 Perbandingan Skor Kualitatif Lima Dimensi IPO, Right Issue, dan Instrumen Konversi
 Sumber: diolah oleh penulis berdasarkan hasil kategorisasi pada Tabel 1. Skala 1 = Rendah, 2 = Sedang, 3 = Tinggi.

Gambar 1 memperlihatkan bahwa instrumen konversi secara konsisten menempati posisi tertinggi pada dimensi fleksibilitas pendanaan, kewajiban bunga/kupon, dan pengaruh terhadap leverage, yang menegaskan karakter hybrid instrumen tersebut. Sebaliknya, IPO menempati posisi tertinggi pada dimensi potensi dilusi kepemilikan dan potensi perubahan kendali pemegang saham lama, sementara Right Issue relatif berada pada posisi tengah hingga rendah di sebagian besar dimensi karena adanya mekanisme hak memesan efek terlebih dahulu yang memberi ruang mitigasi bagi pemegang saham eksisting. Pola inilah yang menjadi dasar argumen utama penelitian ini bahwa ketiga instrumen tidak dapat diperingkat secara mutlak sebagai instrumen "terbaik", melainkan unggul pada dimensi yang berbeda-beda sesuai kebutuhan spesifik perusahaan.

Implikasinya, pemilihan instrumen pendanaan yang tepat sangat bergantung pada dimensi mana yang menjadi prioritas utama perusahaan pada suatu waktu tertentu. Perusahaan yang memprioritaskan kecepatan memperoleh dana segar dan tidak keberatan dengan dilusi kepemilikan cenderung lebih sesuai menggunakan IPO, sementara perusahaan yang ingin mempertahankan komposisi kepemilikan pemegang saham lama namun tetap membutuhkan tambahan modal ekuitas akan lebih diuntungkan oleh Right Issue. Sebaliknya, perusahaan yang memprioritaskan fleksibilitas dan bersedia menanggung kewajiban bunga sementara akan lebih sesuai menggunakan instrumen konversi, sehingga pemetaan pada Gambar 1 dapat digunakan sebagai alat bantu awal (screening tool) sebelum manajer keuangan melakukan analisis kuantitatif yang lebih mendalam terhadap masing-masing opsi pendanaan yang tersedia.

Pada dimensi IPO, temuan dari berbagai penelitian di Indonesia menunjukkan bahwa underpricing masih menjadi fenomena umum, dengan determinan yang bervariasi antarperiode pengamatan. Miswanto dan Abdullah (2020) menemukan bahwa ukuran perusahaan, profitabilitas, dan struktur modal berpengaruh terhadap tingkat underpricing pada emiten yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia, sementara sejumlah penelitian lain melaporkan bahwa reputasi penjamin emisi dan kondisi pasar turut menjadi faktor penentu tingkat underpricing. Pola ini konsisten dengan tinjauan sistematis internasional dari de Oliveira, Rodrigues, dan Jucá (2023) yang, setelah menyintesis puluhan studi underpricing dari berbagai negara, menyimpulkan bahwa ukuran perusahaan, reputasi penjamin emisi, dan kondisi pasar merupakan determinan yang paling konsisten ditemukan lintas yurisdiksi, sehingga pola underpricing di Bursa Efek Indonesia bukan fenomena yang unik secara lokal, melainkan bagian dari pola global. Pola ini mengindikasikan bahwa IPO, meskipun secara teoretis merupakan sumber modal baru yang murah karena tidak menimbulkan kewajiban bunga, pada praktiknya membawa biaya implisit berupa selisih harga penawaran dan harga pasar perdana yang harus ditanggung emiten dalam bentuk dana yang "tertinggal di meja" (money left on the table).

Pola jumlah emiten yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia sepanjang 2019–2024, sebagaimana disajikan pada Gambar 2, turut memperkuat argumen bahwa keputusan penerbitan saham perdana tidak semata-mata ditentukan oleh kebutuhan pendanaan internal perusahaan, melainkan juga oleh kondisi pasar secara agregat, sejalan dengan market timing theory yang dikemukakan Baker dan Wurgler (2002).

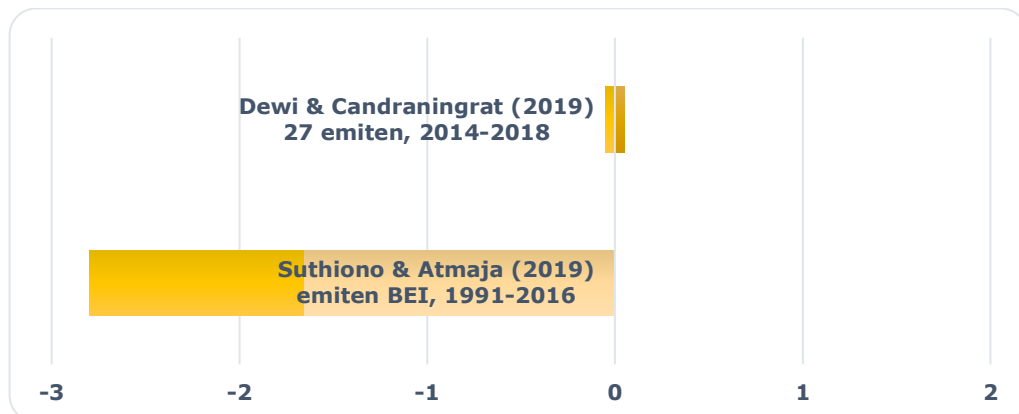


Gambar 2 Tren Jumlah Perusahaan yang Melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia, 2019–2024
Sumber: diolah dari rilis resmi dan keterangan pers Direksi Bursa Efek Indonesia (BEI), 2019–2025.

Lonjakan jumlah IPO pada 2023 diikuti oleh penurunan tajam pada 2024 mengindikasikan bahwa emiten dan penjamin emisi cenderung memanfaatkan jendela pasar (*window of opportunity*) ketika sentimen investor sedang positif, kemudian menahan diri ketika volatilitas pasar meningkat. Pola fluktuatif semacam ini konsisten dengan argumen bahwa IPO bukan instrumen yang dapat diandalkan sewaktu-waktu, sehingga perusahaan yang memiliki kebutuhan pendanaan berkelanjutan perlu mempertimbangkan instrumen alternatif seperti *Right Issue* atau instrumen konversi yang relatif tidak sepenuhnya bergantung pada momentum pasar saham secara luas.

Pada dimensi *Right Issue*, hasil kajian menunjukkan reaksi pasar yang tidak seragam, baik di dalam maupun di luar Indonesia. Dewi dan Candraningrat (2019) tidak menemukan perbedaan *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman *right issue* pada sampel 27 emiten periode 2014–2018, sedangkan Suthiono dan Atmaja (2019), dengan periode pengamatan yang jauh lebih panjang, menemukan *abnormal return* negatif yang signifikan di kisaran -1,66% hingga -2,80%. Bukti internasional terbaru dari Gazzaz (2025) pada 65 emiten di Bursa Efek Arab Saudi periode 2013–2023 menunjukkan pola yang sejalan dengan Suthiono dan Atmaja (2019): reaksi pasar cenderung negatif, terutama ketika rasionalisasi penerbitan adalah pembayaran utang, sementara harga pada hari perdagangan pertama pasca pengumuman secara konsisten berada di bawah harga pada tanggal *eligible*. Perbedaan hasil antarstudi ini kemungkinan dipengaruhi oleh perbedaan periode pengamatan, metode *event study* yang digunakan, motif penerbitan yang diungkapkan, serta karakteristik struktur kepemilikan emiten yang umumnya terkonsentrasi pada kelompok usaha keluarga di Indonesia maupun pada kelompok pemegang saham pengendali di Arab Saudi, sehingga partisipasi pemegang saham pengendali dalam *right issue* dapat meredam maupun memperbesar reaksi pasar tergantung pada persepsi investor terhadap motif penerbitan.

Bukti tambahan dari sub-sektor perbankan yang dilaporkan Rezki dan Yusniar (2024) turut menunjukkan bahwa reaksi pasar terhadap pengumuman *right issue* pada emiten bank di Bursa Efek Indonesia juga tidak seragam antaremiten, memperkuat dugaan bahwa karakteristik sektoral dan struktur kepemilikan turut memoderasi besaran reaksi pasar. Perbandingan dua temuan utama mengenai *abnormal return* di sekitar tanggal pengumuman *right issue* disajikan pada Gambar 3.



Gambar 3 Perbandingan Abnormal Return di Sekitar Tanggal Pengumuman Right Issue pada Dua Studi di Indonesia

Sumber: diolah dari Dewi dan Candraningrat (2019) serta Suthiono dan Atmaja (2019). Nilai Suthiono dan Atmaja merupakan titik tengah ilustratif dari kisaran -1,66% hingga -2,80% yang dilaporkan.

Perbedaan arah dan signifikansi abnormal return pada Gambar 3 kemungkinan besar dipengaruhi oleh rentang periode pengamatan yang jauh berbeda serta perkembangan kedalaman pasar modal Indonesia dari waktu ke waktu. Studi dengan periode pengamatan yang lebih panjang cenderung menangkap lebih banyak episode di mana pasar bereaksi negatif terhadap sinyal kebutuhan pendanaan tambahan, sementara studi dengan periode yang lebih pendek dan lebih baru menunjukkan bahwa pasar modal Indonesia mulai lebih mampu membedakan motif right issue yang bersifat ekspansif dari yang bersifat defensif, pola yang juga tercermin pada temuan Gazzaz (2025) di Arab Saudi bahwa reaksi pasar bergantung pada rasionalisasi penerbitan yang diungkapkan emiten.

Pada dimensi instrumen konversi, temuan Liao, Huang, dan Ni (2022) menunjukkan bahwa volume penerbitan convertible bond yang lebih tinggi berasosiasi dengan penguatan struktur modal dan peningkatan nilai perusahaan, melalui mekanisme yang mereka sebut sebagai capital structure channel. Temuan ini sejalan dengan pandangan Borumand dan Shamsa (2021) yang mengaitkan penerbitan convertible bond dengan perubahan tingkat leverage perusahaan, serta hasil Lewis, Rogalski, dan Seward (2001) yang menunjukkan bahwa kinerja jangka panjang perusahaan penerbit convertible debt dipengaruhi oleh karakteristik struktural instrumen tersebut, termasuk rasio konversi dan periode jatuh tempo. Bukti terbaru dari Li, Que, Xie, dan Zhong (2025) memperluas temuan ini dengan menunjukkan, melalui sampel yang mencakup Tiongkok dan sejumlah pasar modal lain, bahwa efek positif penerbitan convertible bond terhadap firm value bersifat konsisten secara global (worldwide evidence) dan semakin kuat pada perusahaan dengan basis investor asing, tata kelola korporasi yang lebih baik, serta lingkungan informasi yang lebih transparan, sebuah temuan yang relevan bagi emiten Indonesia yang tengah berupaya meningkatkan standar tata kelola dan keterbukaan informasi. Ketiga temuan ini memperkuat argumen bahwa convertible instrument bukan sekadar utang berbunga rendah, melainkan instrumen hybrid yang secara aktif memengaruhi trajektori struktur modal perusahaan sepanjang siklus hidup instrumen tersebut, sejak penerbitan hingga konversi atau pelunasan.

Dukungan tambahan terhadap argumen ini datang dari Bonowati dan Sihombing (2023), yang menemukan bahwa leverage merupakan salah satu determinan penting dari yield to maturity obligasi korporasi di Indonesia, sehingga posisi leverage yang terbentuk akibat penerbitan instrumen konversi pada masa sebelum konversi berpotensi memengaruhi persepsi risiko kreditur terhadap perusahaan secara lebih luas, tidak terbatas pada instrumen konversi itu sendiri.

Pada level struktur modal secara keseluruhan, pengujian pecking order theory dan trade-off theory pada emiten di Bursa Efek Indonesia oleh Culata dan Gunarsih (2012) menemukan bahwa trade-off theory lebih didukung dibandingkan pecking order theory, yang mengindikasikan bahwa perusahaan di Indonesia cenderung mengarah pada target struktur modal tertentu dengan mempertimbangkan keseimbangan antara manfaat tax shield dan biaya financial distress, alih-alih semata-mata mengikuti hierarki sumber dana sebagaimana diprediksi pecking order theory. Temuan ini relevan bagi penelitian ini karena menunjukkan bahwa keputusan hybrid financing di Indonesia kemungkinan besar tidak hanya didorong oleh upaya menghindari asimetri informasi, tetapi juga oleh pertimbangan target leverage yang eksplisit.

PEMBAHASAN

Temuan pada bagian Hasil Penelitian menegaskan bahwa IPO, Right Issue, dan instrumen konversi memiliki profil risiko, biaya, dan fleksibilitas yang berbeda, sehingga tidak dapat diperlakukan sebagai pilihan yang saling meniadakan (*mutually exclusive*). Sebaliknya, ketiganya dapat dipandang sebagai elemen dalam satu portofolio pendanaan yang komposisinya disesuaikan dengan kebutuhan modal, kondisi pasar, dan selera investor pada suatu waktu tertentu.

Pandangan ini konsisten dengan gagasan dasar *hybrid finance* dalam penelitian ini, yaitu *Hybrid Finance* ≠ hanya *Convertible Bond*, melainkan *Hybrid Finance* = *Strategic Financing Mix*.

Pada dimensi *financing flexibility*, instrumen konversi jelas unggul, karena keputusan konversi dari *debt* menjadi *equity* dapat ditunda hingga kondisi pasar atau kinerja perusahaan mencapai titik yang menguntungkan bagi kedua belah pihak, sebagaimana ditunjukkan oleh Liao, Huang, dan Ni (2022) melalui mekanisme *capital structure channel* dan diperkuat oleh bukti lintas negara Li, Que, Xie, dan Zhong (2025). Sebaliknya, IPO dan Right Issue bersifat final pada saat penerbitan; begitu saham baru diterbitkan, dilusi kepemilikan langsung terjadi dan tidak dapat dibatalkan. *Trade-off* ini menjelaskan mengapa perusahaan dengan proyek yang memiliki ketidakpastian arus kas tinggi, namun potensi pertumbuhan besar, cenderung lebih diuntungkan menggunakan instrumen konversi dibandingkan langsung menerbitkan ekuitas baru melalui IPO atau right issue.

Dari perspektif *pecking order theory*, preferensi terhadap instrumen konversi dalam kondisi ketidakpastian arus kas yang tinggi juga dapat dipahami sebagai upaya perusahaan menghindari sinyal negatif yang biasanya menyertai penerbitan ekuitas baru. Dengan menunda konversi hingga kinerja perusahaan terkonfirmasi membaik, manajemen dapat menghindari situasi di mana investor menafsirkan penerbitan saham baru sebagai indikasi bahwa manajemen menilai saham perusahaan sedang *overvalued*, sebagaimana diperingatkan Myers dan Majluf (1984).

Struktur biaya modal ketiga instrumen juga tidak setara. Biaya IPO bukan hanya biaya emisi eksplisit, melainkan juga biaya implisit berupa *underpricing*, yang menurut Miswanto dan Abdullah (2020) dipengaruhi oleh ukuran perusahaan, profitabilitas, dan struktur modal, pola yang juga terkonfirmasi secara sistematis oleh de Oliveira, Rodrigues, dan Jucá (2023) pada level lintas negara. Biaya implisit ini pada dasarnya merupakan konsekuensi dari asimetri informasi antara emiten dan investor publik, sebagaimana dijelaskan dalam *information asymmetry theory* dan dikonfirmasi lebih lanjut oleh temuan Ranganathan dan Veeraraghavan (2023) mengenai peran pengungkapan *use of proceeds* dalam membentuk *underpricing* pada tahap pra dan pasca pasar. Pada Right Issue, biaya implisit muncul dalam bentuk potensi tekanan harga saham di sekitar tanggal pengumuman, sebagaimana ditemukan Suthiono dan Atmaja (2019) dan dikonfirmasi pada konteks pasar modal yang berbeda oleh Gazzaz (2025). Pada instrumen konversi, biaya eksplisit berupa kupon umumnya lebih rendah dibandingkan obligasi konvensional karena investor bersedia menerima *yield* yang lebih rendah sebagai kompensasi atas opsi konversi yang melekat pada instrumen tersebut.

Perbedaan struktur biaya ini juga relevan dikaitkan dengan *agency theory*: kupon yang lebih rendah pada instrumen konversi dapat dipandang bukan semata-mata sebagai keuntungan biaya, melainkan sebagai kompensasi yang dibayarkan investor kepada perusahaan atas opsi konversi yang mereka terima, sehingga secara ekonomis instrumen konversi tetap mengandung biaya implisit berupa potensi dilusi di masa depan yang perlu diperhitungkan manajer keuangan dalam evaluasi biaya modal jangka panjang, bukan hanya biaya kupon tahunan berjalan.

Kontribusi ketiganya terhadap *financial risk* juga tidak seragam. IPO dan Right Issue, sebagai instrumen ekuitas murni, cenderung menurunkan rasio leverage dan dengan demikian menurunkan risiko keuangan dalam jangka pendek. Instrumen konversi, sebaliknya, pada tahap awal penerbitan tercatat sebagai liabilitas sehingga dapat meningkatkan leverage sebelum konversi terjadi, meskipun risiko ini bersifat sementara dan akan berkurang seiring konversi instrumen menjadi ekuitas. Temuan Culata dan Gunarsih (2012) yang mendukung *trade-off theory* pada konteks Indonesia memperkuat argumen bahwa perusahaan perlu mempertimbangkan posisi leverage saat ini terhadap target struktur modal sebelum memutuskan proporsi instrumen konversi dalam bauran pendanaannya.

Konsekuensinya, perusahaan yang berencana menerbitkan instrumen konversi dalam jumlah besar perlu memastikan bahwa peningkatan leverage sementara sebelum konversi tidak mendorong rasio utang melampaui target struktur modal yang telah ditetapkan berdasarkan pertimbangan *trade-off theory*, karena pelampauan tersebut berpotensi meningkatkan biaya *financial distress* dan menurunkan peringkat kredit perusahaan pada periode sebelum konversi terjadi, meskipun risiko tersebut pada akhirnya bersifat temporer.

Persoalan *ownership dilution* memperlihatkan pola yang serupa. IPO membawa risiko dilusi tertinggi karena saham baru ditawarkan kepada publik secara luas tanpa hak istimewa bagi

pemegang saham lama. Right Issue memberikan mekanisme mitigasi melalui hak memesan efek terlebih dahulu (HMETD), sehingga dilusi dapat diminimalkan apabila pemegang saham lama berpartisipasi penuh, meskipun dalam praktiknya tidak semua pemegang saham memiliki kapasitas modal untuk berpartisipasi. Instrumen konversi menempatkan dilusi pada posisi bersyarat (contingent dilution), karena dilusi baru terjadi apabila pemegang instrumen memilih untuk mengonversi menjadi saham, dan besarnya bergantung pada rasio konversi yang telah ditetapkan di awal penerbitan.

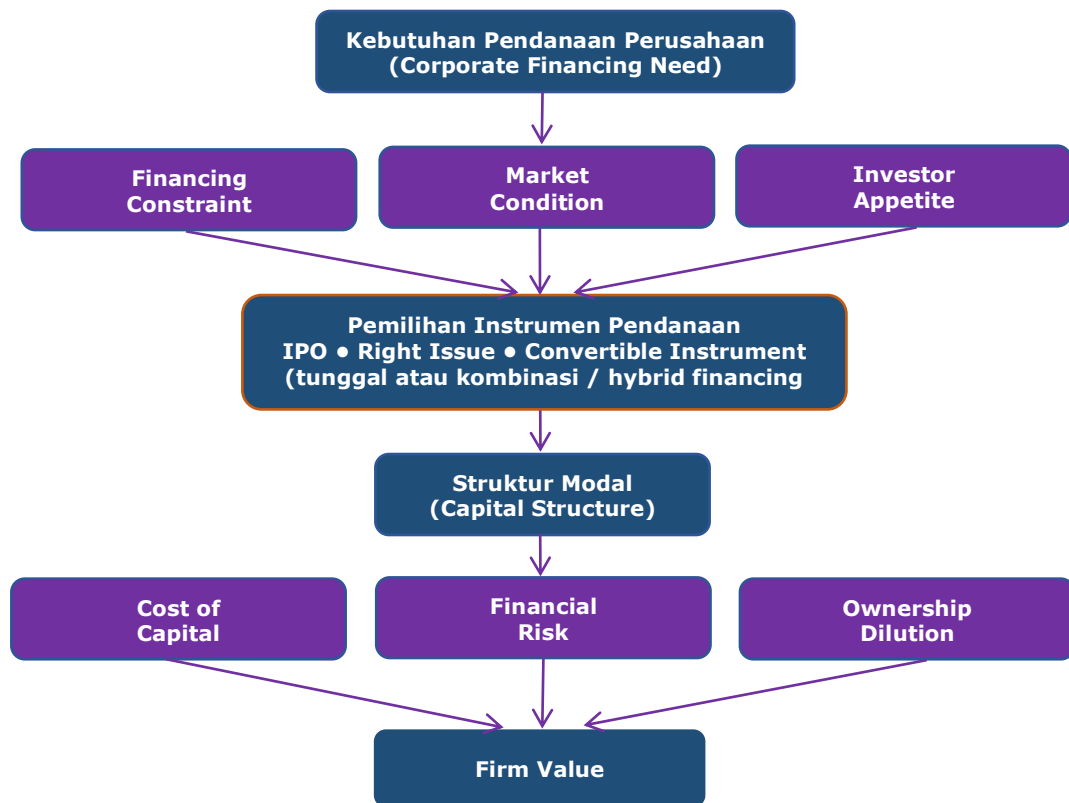
Karakteristik kepemilikan yang terkonsentrasi pada kelompok usaha keluarga, sebagaimana umum dijumpai pada emiten di Indonesia dan juga pada sejumlah emiten di kawasan Timur Tengah sebagaimana tercermin pada sampel Gazzaz (2025), turut memengaruhi kalkulasi dilusi ini: pemegang saham pengendali cenderung lebih sensitif terhadap risiko dilusi melalui IPO dibandingkan melalui Right Issue, karena Right Issue memberi mereka kesempatan mempertahankan proporsi kepemilikan melalui partisipasi penuh, sementara instrumen konversi memberi ruang waktu bagi pemegang saham pengendali untuk mempersiapkan strategi mitigasi dilusi sebelum periode konversi tiba.

Pada akhirnya, seluruh perbedaan di atas bermuara pada firm value. Hubungan antara financing mix dan nilai perusahaan tidak bersifat langsung, melainkan dimediasi oleh capital structure, cost of capital, dan financial risk. Hal ini sejalan dengan kerangka Modigliani dan Miller (1958) yang menegaskan bahwa struktur modal berhubungan dengan nilai perusahaan melalui interaksinya dengan biaya modal dan risiko, serta temuan Liao, Huang, dan Ni (2022) yang secara eksplisit menunjukkan jalur transmisi dari volume penerbitan convertible bond, melalui perubahan struktur modal, menuju peningkatan nilai perusahaan, sebuah jalur transmisi yang oleh Li, Que, Xie, dan Zhong (2025) dibuktikan berlaku secara konsisten pada sampel yang lebih luas di luar Tiongkok.

Implikasinya, manajer keuangan yang mengevaluasi dampak suatu corporate action terhadap firm value tidak dapat hanya menilai efek langsung dari dana yang diperoleh, melainkan perlu menelusuri efek tidak langsung melalui tiga jalur mediasi tersebut secara simultan, sehingga keputusan pemilihan instrumen pendanaan idealnya dievaluasi menggunakan kerangka multivariat yang mempertimbangkan interaksi antara capital structure, cost of capital, financial risk, dan ownership dilution, alih-alih menilai masing-masing dimensi tersebut secara terpisah.

Berdasarkan integrasi temuan tersebut, penelitian ini merumuskan Hybrid Corporate Action Financing Model (HCAFM) sebagai kerangka pengambilan keputusan pendanaan. Model ini diawali dari kebutuhan pendanaan perusahaan (corporate financing need), yang kemudian disaring melalui batasan pendanaan (financing constraint), kondisi pasar (market condition), dan selera investor (investor appetite). Ketiga faktor penyaring tersebut menentukan pemilihan instrumen pendanaan di antara IPO, Right Issue, dan Convertible Instrument, baik sebagai pilihan tunggal maupun kombinasi (hybrid financing mix). Kombinasi instrumen yang dipilih kemudian membentuk struktur modal perusahaan, yang selanjutnya memengaruhi cost of capital, financial risk, dan ownership dilution secara simultan, sebelum akhirnya bermuara pada firm value. Kelima dimensi kebaruan model ini, yaitu integrasi instrumen dalam satu framework, perspektif strategic financing, konteks Indonesia yang diperkaya pembandingan internasional, pengukuran outcome multidimensi, serta kerangka pengambilan keputusan yang eksplisit, menjadikan HCAFM berbeda dari penelitian-penelitian terdahulu yang cenderung mengkaji IPO, Right Issue, atau convertible bond secara terpisah.

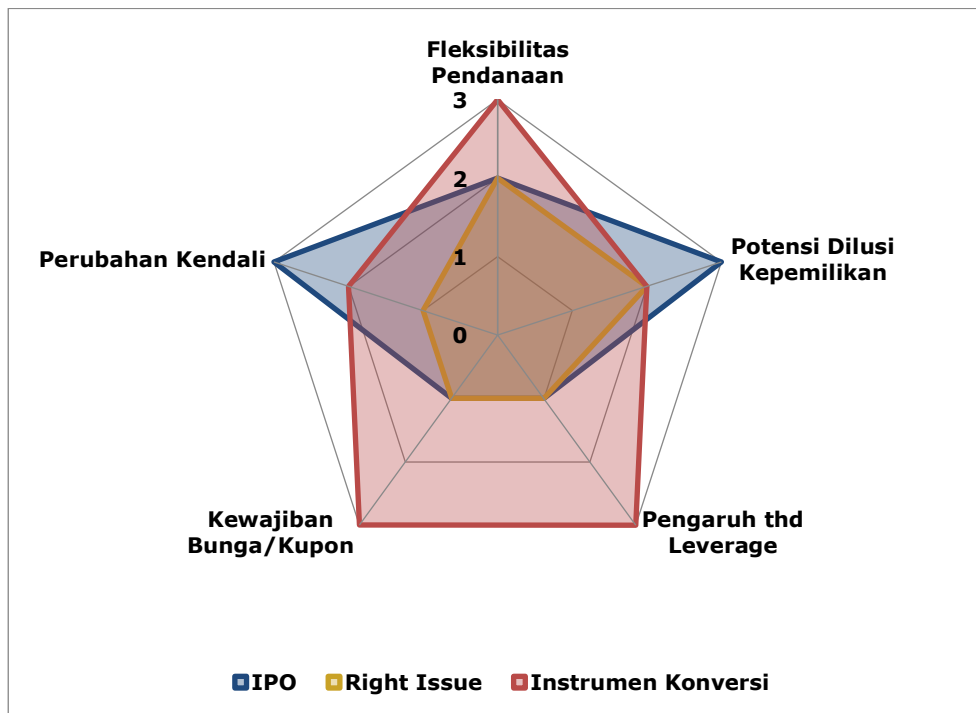
Alur logis model tersebut, mulai dari kebutuhan pendanaan perusahaan hingga dampaknya terhadap firm value, diringkas secara visual pada Gambar 4.



Gambar 4 Kerangka Konseptual Hybrid Corporate Action Financing Model (HCAFM)
 Sumber: dikembangkan oleh penulis berdasarkan sintesis kajian pustaka dan temuan penelitian ini, 2026.

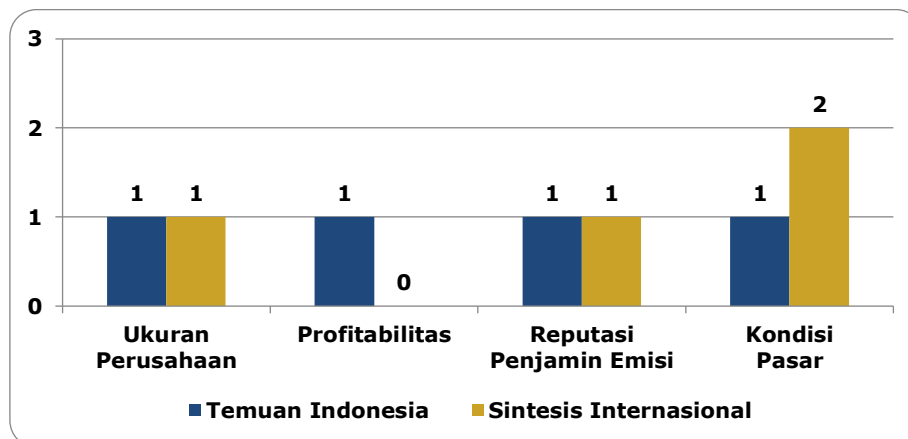
Sebagaimana ditunjukkan pada Gambar 4, HCAFM bekerja secara berjenjang: kebutuhan pendanaan perusahaan terlebih dahulu disaring oleh tiga faktor kontekstual, yaitu financing constraint, market condition, dan investor appetite, sebelum menghasilkan keputusan pemilihan instrumen. Keputusan tersebut kemudian membentuk struktur modal yang memengaruhi tiga outcome antara secara simultan, yaitu cost of capital, financial risk, dan ownership dilution, sebelum akhirnya bermuara pada firm value. Struktur berjenjang ini menegaskan bahwa firm value dalam kerangka HCAFM tidak dipengaruhi secara langsung oleh pemilihan instrumen, melainkan dimediasi oleh perubahan pada struktur modal dan ketiga outcome antara tersebut, sejalan dengan argumen Modigliani dan Miller (1958) bahwa nilai perusahaan berhubungan dengan struktur modal melalui interaksinya dengan biaya modal dan risiko.

Untuk melengkapi Gambar 1 dengan sudut pandang yang lebih mudah dibaca secara sekilas, profil kualitatif lima dimensi pada Tabel 1 juga divisualisasikan dalam bentuk radar chart pada Gambar 5. Format radar memungkinkan pembaca membandingkan bentuk keseluruhan profil ketiga instrumen dalam satu pandangan, alih-alih membandingkan batang per batang seperti pada Gambar 1, sehingga pola "instrumen konversi unggul pada tiga dimensi, IPO unggul pada dua dimensi lain" dapat langsung terlihat dari luas dan bentuk area masing-masing instrumen.



Gambar 5 Profil Multidimensi IPO, Right Issue, dan Instrumen Konversi (Radar Chart)
 Sumber: diolah oleh penulis berdasarkan hasil kategorisasi pada Tabel 1, disajikan sebagai alternatif visualisasi dari Gambar 1.

Sebagai pelengkap sintesis mengenai determinan underpricing IPO yang dibahas pada bagian Hasil Penelitian dan awal Pembahasan, Gambar 6 merangkum sejauh mana determinan yang ditemukan pada konteks Indonesia oleh Miswanto dan Abdullah (2020) juga dikonfirmasi oleh literatur internasional yang disintesis dalam penelitian ini, yaitu tinjauan sistematis de Oliveira, Rodrigues, dan Jucá (2023), studi Ranganathan dan Veeraraghavan (2023) di India, serta studi Chen, Li, Wan, Ye, dan Yang (2024) di Tiongkok. Nilai pada Gambar 6 menunjukkan jumlah studi yang disintesis dalam penelitian ini yang mengidentifikasi determinan tersebut sebagai signifikan, bukan hasil pengujian statistik baru.



Gambar 6 Konvergensi Determinan Underpricing IPO antara Temuan Indonesia dan Sintesis Literatur Internasional

Sumber: diolah oleh penulis dari Miswanto dan Abdullah (2020), de Oliveira, Rodrigues, dan Jucá (2023), Ranganathan dan Veeraraghavan (2023), serta Chen, Li, Wan, Ye, dan Yang (2024). Nilai menunjukkan jumlah studi tersintesis yang mengidentifikasi determinan sebagai signifikan, bukan hasil uji statistik baru.

Untuk merangkum posisi kebaruan HCAFM secara lebih eksplisit dibandingkan pendekatan yang lazim digunakan pada penelitian terdahulu, Tabel 2 membandingkan kelima dimensi kebaruan model ini dengan karakteristik umum penelitian yang mengkaji IPO, Right Issue, atau convertible bond secara terpisah.

Tabel 2 Ringkasan Lima Dimensi Kebaruan HCAFM Dibandingkan Pendekatan Penelitian Terdahulu

No	Dimensi Kebaruan	Pendekatan Penelitian Terdahulu	Pendekatan HCAFM
1	Integrasi instrumen dalam satu framework	IPO, Right Issue, dan instrumen konversi dikaji terpisah	Ketiganya diintegrasikan sebagai elemen strategic financing mix
2	Perspektif strategic financing	Instrumen dipandang sebagai produk keuangan tunggal	Instrumen dipandang sebagai bagian dari strategi pendanaan berkelanjutan
3	Konteks Indonesia	Sebagian besar rujukan berbasis pasar modal negara maju	Sintesis difokuskan pada bukti empiris pasar modal Indonesia, diperkaya pembandingan dari Tiongkok, India, Arab Saudi, dan Taiwan
4	Pengukuran outcome multidimensi	Umumnya hanya menguji satu outcome (mis. abnormal return)	Cost of capital, financial risk, ownership dilution, dan firm value dinilai simultan
5	Kerangka pengambilan keputusan eksplisit	Tidak menyediakan alat bantu keputusan yang eksplisit	HCAFM menyediakan alur keputusan bertahap yang eksplisit (Gambar 4)

Sumber: diolah oleh penulis berdasarkan sintesis kajian pustaka pada bagian Pendahuluan serta hasil penelitian ini.

Sebagai tindak lanjut atas keterbatasan penelitian ini yang bersifat konseptual dan belum diuji secara statistik, Tabel 3 merumuskan lima proposisi penelitian yang dapat digunakan sebagai titik tolak bagi penelitian kuantitatif lanjutan untuk menguji validitas empiris HCAFM menggunakan data panel perusahaan.

Tabel 3 Proposisi Penelitian untuk Pengujian Empiris Lanjutan

No	Proposisi	Pernyataan
1	P1	Semakin tinggi ketidakpastian arus kas dan potensi pertumbuhan perusahaan, semakin besar kecenderungan perusahaan memilih instrumen konversi dibandingkan IPO atau Right Issue secara langsung.
2	P2	Semakin terkonsentrasi struktur kepemilikan pada pemegang saham pengendali, semakin besar preferensi perusahaan terhadap Right Issue dibandingkan IPO guna meminimalkan risiko perubahan kendali.
3	P3	Kondisi pasar yang dinilai menguntungkan (bullish) meningkatkan probabilitas perusahaan memilih IPO atau kombinasi IPO-convertible dibandingkan penerbitan utang konvensional, sejalan dengan market timing theory.
4	P4	Volume penerbitan convertible bond berhubungan positif dengan peningkatan firm value melalui jalur mediasi perubahan struktur modal, bukan melalui hubungan langsung, sebagaimana bukti awal pada konteks lintas negara.
5	P5	Kombinasi instrumen pendanaan (hybrid financing mix) menghasilkan dampak terhadap firm value yang lebih stabil dibandingkan penggunaan satu jenis instrumen pendanaan secara tunggal.

Sumber: dirumuskan oleh penulis berdasarkan sintesis Hybrid Corporate Action Financing Model (HCAFM) pada penelitian ini.

Kelima proposisi tersebut tidak dimaksudkan sebagai daftar yang lengkap, melainkan sebagai titik awal yang dapat dikembangkan lebih lanjut sesuai dengan konteks data dan metode kuantitatif yang tersedia bagi peneliti selanjutnya, termasuk kemungkinan penggunaan metode event study, analisis regresi data panel, maupun pemodelan persamaan struktural untuk menguji hubungan mediasi antara pemilihan instrumen, struktur modal, dan firm value secara simultan.

Implikasi praktis dari model ini mencakup setidaknya tiga kelompok pemangku kepentingan. Bagi manajer keuangan perusahaan, HCAFM menawarkan kerangka sistematis untuk menimbang trade-off antara fleksibilitas, biaya, risiko, dilusi, dan nilai sebelum memilih instrumen pendanaan, sehingga keputusan corporate action tidak hanya didasarkan pada kebutuhan jumlah dana yang harus diperoleh, melainkan juga pada kesesuaian karakteristik instrumen dengan kondisi arus kas, struktur kepemilikan, dan toleransi risiko perusahaan pada saat keputusan diambil.

Bagi investment banker dan underwriter, model ini membantu merancang struktur transaksi corporate action yang lebih sesuai dengan profil risiko emiten dan kondisi pasar terkini, termasuk dalam menentukan apakah suatu penawaran sebaiknya distrukturkan sebagai instrumen tunggal atau kombinasi hybrid, misalnya IPO yang disertai opsi convertible bond pada tahap pendanaan lanjutan, sehingga risiko penolakan pasar terhadap satu jenis instrumen dapat dimitigasi melalui diversifikasi struktur penawaran.

Bagi regulator seperti OJK dan BEI, pemahaman terhadap pola pemilihan instrumen pendanaan oleh emiten sebagaimana dipetakan dalam HCAFM dapat menjadi masukan dalam merancang kebijakan yang mendukung pendalaman pasar modal (capital market deepening), termasuk penyederhanaan proses penerbitan instrumen hybrid yang masih relatif kurang berkembang dibandingkan IPO dan right issue di Indonesia, misalnya melalui penyederhanaan persyaratan keterbukaan informasi khusus untuk instrumen konversi berskala kecil dan menengah agar lebih banyak emiten mempertimbangkan opsi ini sebagai bagian dari strategi pendanaan mereka.

Penelitian ini memiliki sejumlah keterbatasan yang perlu diperhatikan dalam menafsirkan kontribusinya. Pertama, sebagai penelitian kualitatif berbasis studi kepustakaan, analisis yang disajikan bersifat konseptual dan belum diuji secara statistik menggunakan data panel perusahaan, sehingga proposisi-proposisi yang terkandung dalam Hybrid Corporate Action Financing Model (HCAFM) masih memerlukan validasi empiris sebelum dapat digeneralisasi sebagai model prediktif.

Kedua, sintesis temuan empiris dalam penelitian ini banyak bersumber dari penelitian dengan periode pengamatan, metode event study, dan konteks kelembagaan pasar modal yang berbeda-beda, sebagaimana terlihat pada perbandingan Dewi dan Candraningrat (2019) dengan Suthiono dan Atmaja (2019) pada Gambar 3, maupun pada perbandingan lintas negara dengan Gazzaz (2025) dan Li, Que, Xie, dan Zhong (2025), sehingga perbandingan langsung antartemuan perlu dilakukan secara hati-hati mengingat adanya perbedaan sampel, rentang waktu, kondisi makroekonomi, dan struktur regulasi pada masing-masing konteks penelitian.

Ketiga, data tren jumlah IPO pada Gambar 2 serta pola dimensi kualitatif pada Gambar 1 disajikan sebagai ilustrasi pola agregat dan transformasi deskriptif untuk mendukung argumentasi konseptual, bukan sebagai hasil pengujian statistik atas hipotesis tertentu, sehingga tidak dimaksudkan untuk menggantikan kebutuhan analisis kuantitatif yang lebih ketat pada penelitian lanjutan.

Keempat, penelitian ini berfokus pada konteks pasar modal Indonesia, dengan bukti internasional yang digunakan semata-mata sebagai pembanding konseptual, sehingga generalisasi temuan ke pasar modal negara lain dengan karakteristik struktur kepemilikan, regulasi, dan tingkat kedalaman pasar yang berbeda perlu dilakukan dengan mempertimbangkan perbedaan konteks kelembagaan tersebut. Keterbatasan-keterbatasan ini sekaligus menjadi peluang bagi penelitian lanjutan sebagaimana diuraikan pada bagian Saran.

KESIMPULAN

Penelitian ini menyimpulkan bahwa hybrid finance berfungsi sebagai strategi pendanaan alternatif yang mengintegrasikan IPO, Right Issue, dan instrumen konversi ke dalam satu portofolio pendanaan yang saling melengkapi, alih-alih memperlakukan ketiganya sebagai pilihan yang berdiri sendiri. IPO dan Right Issue terbukti efektif memperluas basis ekuitas dan menurunkan leverage, tetapi membawa konsekuensi berupa underpricing dan dilusi kepemilikan yang relatif tinggi. Instrumen konversi menawarkan fleksibilitas pendanaan yang lebih besar karena keputusan konversi debt-to-equity dapat ditunda, meskipun memicu peningkatan leverage sementara sebelum konversi dan dilusi bersyarat setelah konversi terjadi.

Sintesis bukti empiris dari berbagai penelitian di Indonesia maupun mancanegara menunjukkan bahwa reaksi pasar terhadap right issue tidak selalu konsisten, underpricing IPO dipengaruhi oleh kombinasi faktor spesifik perusahaan dan kondisi pasar yang bersifat konsisten lintas negara, serta

volume penerbitan convertible bond berpotensi memperkuat struktur modal dan meningkatkan nilai perusahaan melalui jalur capital structure, sebuah jalur yang belakangan dikonfirmasi pula oleh bukti global. Temuan-temuan tersebut mendukung argumen bahwa hubungan antara financing mix dan firm value bersifat tidak langsung, melainkan dimediasi oleh capital structure, cost of capital, financial risk, dan ownership dilution secara simultan.

Secara teoretis, hasil sintesis ini menegaskan bahwa keenam teori corporate finance yang diuraikan pada bagian Pendahuluan, yaitu Modigliani-Miller theory, trade-off theory, pecking order theory, agency theory, information asymmetry theory, dan market timing theory, perlu dipahami secara komplementer, bukan sebagai penjelasan yang saling bersaing, ketika diterapkan pada konteks pengambilan keputusan hybrid financing yang melibatkan lebih dari satu instrumen pendanaan sekaligus.

Kontribusi utama penelitian ini adalah pengembangan Hybrid Corporate Action Financing Model (HCAFM), yaitu kerangka konseptual yang memetakan kebutuhan pendanaan, batasan pendanaan, kondisi pasar, dan selera investor ke dalam proses pemilihan instrumen pendanaan, baik secara tunggal maupun kombinasi, sebelum bermuara pada dampaknya terhadap struktur modal, biaya modal, risiko keuangan, dilusi kepemilikan, dan nilai perusahaan. Model ini menjawab research gap mengenai minimnya kajian yang mengintegrasikan IPO, Right Issue, dan instrumen konversi dalam satu strategic financing framework pada konteks pasar modal Indonesia, sekaligus memperkaya kajian tersebut dengan rujukan internasional terkini agar tetap relevan dengan perkembangan literatur global.

Secara ringkas, penelitian ini menegaskan bahwa keputusan pendanaan melalui corporate action bukanlah persoalan memilih satu instrumen "terbaik" secara universal, melainkan persoalan menyesuaikan kombinasi instrumen dengan kebutuhan pendanaan, kondisi pasar, dan selera investor pada suatu titik waktu tertentu, sebagaimana dirangkum dalam HCAFM dan dijabarkan lebih lanjut melalui lima proposisi penelitian pada Tabel 3 yang terbuka untuk diuji secara empiris oleh peneliti selanjutnya.

SARAN

Bagi peneliti akademik, penelitian selanjutnya disarankan untuk menguji Hybrid Corporate Action Financing Model (HCAFM) secara empiris menggunakan data panel perusahaan yang melakukan IPO, Right Issue, dan/atau penerbitan instrumen konversi di Bursa Efek Indonesia, dengan memanfaatkan metode panel regression, event study, dan mediation analysis untuk menguji hubungan antarvariabel secara simultan sebagaimana dirumuskan pada kelima proposisi penelitian di Tabel 3. Apabila jumlah observasi memadai, pengembangan model dinamis dengan pendekatan Dynamic Panel/Generalized Method of Moments (GMM) dapat dipertimbangkan untuk menangkap dinamika penyesuaian struktur modal dari waktu ke waktu.

Penelitian lanjutan juga disarankan melengkapi analisis kuantitatif dengan wawancara terhadap Chief Financial Officer, Direktur Utama, Corporate Secretary, investment banker, underwriter, fund manager, dan equity analyst untuk memperdalam pemahaman mengenai proses pengambilan keputusan pendanaan di balik pemilihan instrumen, mengingat data sekunder semata tidak selalu mampu menangkap pertimbangan kualitatif seperti preferensi risiko pribadi manajemen atau tekanan dari pemegang saham pengendali yang turut memengaruhi keputusan akhir pemilihan instrumen pendanaan.

Bagi kalangan akademisi, penelitian lanjutan juga disarankan untuk menguji generalisasi HCAFM pada konteks pasar modal negara ASEAN maupun negara berkembang lain, termasuk memperluas perbandingan pada pasar yang telah disinggung dalam sintesis ini seperti Tiongkok, India, dan Arab Saudi, yang memiliki karakteristik struktur kepemilikan dan tingkat kedalaman pasar yang berbeda dari Indonesia, sehingga dapat diketahui sejauh mana kerangka konseptual ini bersifat spesifik-konteks Indonesia ataupun berlaku lebih luas pada pasar modal negara berkembang lain dengan karakteristik institusional yang serupa. Perbandingan lintas negara semacam ini juga dapat membantu mengidentifikasi faktor kelembagaan spesifik yang memoderasi kekuatan hubungan antara pemilihan instrumen pendanaan dan firm value.

Bagi perusahaan yang tercatat maupun yang berencana melakukan corporate action di pasar modal Indonesia, disarankan untuk mengevaluasi kebutuhan pendanaan, kondisi pasar, dan toleransi terhadap dilusi kepemilikan secara menyeluruh sebelum menetapkan instrumen pendanaan, serta mempertimbangkan kombinasi instrumen apabila proyek yang dibiayai memiliki profil risiko dan ketidakpastian arus kas yang tinggi. Bagi regulator, dalam hal ini Otoritas Jasa Keuangan dan Bursa Efek Indonesia, disarankan untuk terus mendorong pendalaman pasar instrumen hybrid, termasuk penyederhanaan mekanisme penerbitan convertible bond, agar perusahaan di Indonesia memiliki lebih banyak alternatif pendanaan yang seimbang antara fleksibilitas, biaya, dan risiko.

Secara keseluruhan, keempat kelompok saran di atas, yaitu bagi peneliti akademik, bagi perusahaan, bagi regulator, dan bagi kalangan akademisi lintas negara, saling melengkapi dalam mendorong pemanfaatan hybrid finance yang lebih optimal di pasar modal Indonesia. Penelitian ini diharapkan menjadi titik tolak bagi kajian-kajian lanjutan yang tidak hanya menguji validitas empiris HCAFM, tetapi juga memperkaya diskursus akademik mengenai strategic financing di pasar modal negara berkembang secara lebih luas, mengingat karakteristik struktur kepemilikan, kedalaman pasar, dan kerangka regulasi pasar modal negara berkembang umumnya memiliki kemiripan pola dengan Indonesia, sehingga temuan dan kerangka konseptual dari penelitian ini berpotensi memberikan kontribusi yang lebih luas melampaui konteks pasar modal Indonesia semata.

Sebagai penutup, penelitian ini juga mengajak pelaku industri pasar modal, termasuk asosiasi emiten, asosiasi perusahaan efek, dan lembaga pendidikan tinggi bidang manajemen keuangan, untuk lebih aktif menyosialisasikan konsep hybrid finance sebagai bagian dari literasi keuangan korporasi di Indonesia. Selama ini, pemahaman mengenai instrumen konversi masih relatif terbatas pada kalangan praktisi pasar modal dan investment banker, sementara manajer keuangan pada perusahaan skala menengah yang berpotensi memanfaatkan instrumen ini untuk kebutuhan ekspansi belum tentu memiliki pemahaman yang memadai mengenai mekanisme, manfaat, dan risiko instrumen tersebut. Upaya edukasi yang lebih luas, baik melalui pelatihan yang diselenggarakan OJK dan BEI, forum akademik, maupun publikasi ilmiah seperti penelitian ini, diharapkan dapat mempersempit kesenjangan pengetahuan tersebut, sehingga semakin banyak perusahaan di Indonesia yang mampu menyusun strategi pendanaan yang lebih adaptif terhadap kebutuhan pendanaan, kondisi pasar, dan selera investor yang terus berubah dari waktu ke waktu.

Dengan demikian, penelitian ini menutup dengan harapan bahwa Hybrid Corporate Action Financing Model (HCAFM) dapat terus disempurnakan melalui dialog berkelanjutan antara akademisi, praktisi, dan regulator, sehingga kerangka konseptual ini tidak hanya berhenti sebagai kontribusi teoretis, melainkan benar-benar dapat diterapkan sebagai panduan praktis dalam pengambilan keputusan pendanaan korporasi di pasar modal Indonesia pada masa mendatang.

DAFTAR PUSTAKA

- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *The Journal of Finance*, 57(1), 1–32. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00414>
- Billingsley, R. S., & Thompson, G. R. (1988). The choice among debt, equity, and convertible bonds. *Journal of Financial Research*, 11(1), 43–55. <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.1988.tb00066.x>
- Bonowati, Y. A., & Sihombing, P. (2023). Yield to maturity determinants in Indonesia corporate bonds with leverage as moderating variable. *JPPi (Jurnal Penelitian Pendidikan Indonesia)*, 9(2), 1133–1142. <https://doi.org/10.29210/020232745>
- Borumand, M., & Shamsa, K. (2021). The impact of a convertible bond on the leverage of a firm. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 32(1), 86–93. <https://doi.org/10.1002/jcaf.22475>
- Chen, K., Li, X., Wan, Q., Ye, J., & Yang, M. (2024). Do anti-takeover provisions restrain IPO underpricing? An analysis from the perspective of information asymmetry. *China Accounting and Finance Review*, 26(1), 55–75. <https://doi.org/10.1108/CAFR-10-2022-0111>
- Culata, P. R. E., & Gunarsih, T. (2012). Pecking order theory and trade-off theory of capital structure: Evidence from Indonesian Stock Exchange. *Journal The Winners*, 13(1), 40–49. <https://doi.org/10.21512/tw.v13i1.666>
- de Oliveira, C. H. F., Rodrigues, C. L., & Jucá, M. N. (2023). Determinants of IPOs underpricing: A systematic review. *Contemporary Economics*, 17(3), 252–274. <https://doi.org/10.5709/CE.1897-9254.509>
- Dewi, N. P. L., & Candraningrat, I. R. (2019). Market reaction to the rights issue announcement on the Indonesia stock exchange. *International Research Journal of Management, IT and Social Sciences*, 6(6), 264–269. <https://doi.org/10.21744/irjmis.v6n6.805>
- Gazzaz, H. (2025). The effects of rights-offering announcements on market reaction in Saudi Arabia. *Journal of Applied Finance & Banking*, 15(3), 1–15.
- 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. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

- Kustodian Sentral Efek Indonesia. (n.d.). Data kepemilikan dan administrasi efek. <https://www.ksei.co.id>
- Lewis, C. M., Rogalski, R. J., & Seward, J. K. (2001). The long-run performance of firms that issue convertible debt. *Journal of Corporate Finance*, 7(4), 447–474. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(01\)00033-4](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(01)00033-4)
- Li, P., Que, T., Xie, J., & Zhong, Y. (2025). Convertible bonds and firm value: Evidence from China and beyond (Working Paper No. 202522). University of Macau, Faculty of Business Administration. <https://fba.um.edu.mo/wp-content/uploads/RePEc/doc/202522.pdf>
- Liao, Y., Huang, P., & Ni, Y. (2022). Convertible bond issuance volume, capital structure, and firm value. *The North American Journal of Economics and Finance*, 60, 101673. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2022.101673>
- Miswanto, M., & Abdullah, Y. R. (2020). Analysis of the effect of firm size, profitability and capital structure on IPO underpricing on the Indonesia Stock Exchange (IDX). *International Journal of Innovation, Creativity and Change*, 13(10), 829–844.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, 48(3), 261–297.
- 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. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Otoritas Jasa Keuangan. (n.d.). Statistik pasar modal Indonesia. <https://ojk.go.id>
- PT Bursa Efek Indonesia. (n.d.). Data emiten dan aksi korporasi. <https://www.idx.co.id>
- Ranganathan, K., & Veeraraghavan, M. (2023). Pre-and-aftermarket IPO underpricing: Does use of proceeds disclosure matter? *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 19(3), Article 100379. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2023.100379>
- Rezki, N. H., & Yusniar, M. W. (2024). Market reaction to the announcement of rights issues in bank sub-sector issuers on the Indonesian Stock Exchange. *Open Access Indonesia Journal of Social Sciences*, 7(1), 1343–1348. <https://doi.org/10.37275/oaijss.v7i1.211>
- Suthiono, H., & Atmaja, L. S. (2019). Price reaction to rights issues announcement: New evidence from Indonesia. *Jurnal Aplikasi Manajemen*, 17(4), 587–596. <https://doi.org/10.21776/ub.jam.2019.017.04.03>