

## **BAB II**

### **TINJAUAN PUSTAKA**

#### **2.1. Landasan Teori**

##### **2.1.1. Pecking Order Theory**

*Pecking Order Theory* menjelaskan terkait kecenderungan perusahaan untuk menggunakan modal dari internal perusahaan sebagai sumber pendanaan perusahaan. Teori ini dikembangkan oleh Myers dan Majluf (1984) dengan dasar asumsi bahwa terdapat ketidaksetaraan informasi antara manajemen yang memiliki informasi lebih lengkap dengan investor eksternal. Perbedaan penerimaan informasi menjadikan investor memiliki interpretasi terkait keputusan pendanaan sebagai sinyal tentang prospek dan kinerja perusahaan (Myers & Majluf, 1984). Perusahaan yang memutuskan untuk menjadi perusahaan terbuka dapat menjadi sinyal untuk investor bahwa perusahaan sedang memiliki kondisi yang kurang sehat dalam pendanaan internal dan utang.

Teori yang dikembangkan oleh Myers dan Majluf (1984) mengutarakan bahwa perusahaan cenderung untuk menggunakan modal dengan urutan sebagai berikut:

- 1) Internal perusahaan.
- 2) Modal utang.
- 3) Modal Ekuitas.

Dalam perspektif *Pecking Order Theory*, keputusan perusahaan untuk melakukan IPO menunjukkan bahwa perusahaan memilih pendanaan melalui modal ekuitas sebagai alternatif setelah mempertimbangkan keterbatasan sumber

pendanaan yang memiliki prioritas lebih tinggi (Lemmon & Zender, 2010). Dalam teori ini perusahaan yang melakukan IPO dapat diasumsikan bahwa perusahaan sedang mengalami defisit pendanaan internal dan telah mencapai kapasitas maksimal dalam utang. Dana IPO yang diperoleh menjadi kesempatan perusahaan untuk melakukan investasi produktif yang sebelumnya tidak dapat dilakukan karena kendala pendanaan. Oleh karena itu, perusahaan yang melakukan IPO diharapkan akan mengalokasikan dana untuk CAPEX dan Modal Kerja yang produktif dibandingkan dengan menggunakan dana untuk Pelunasan Utang yang hanya akan mengurangi leverage tanpa meningkatkan aset operasional (Purnama & Ingriyani, 2023). Penggunaan dana IPO untuk pelunasan utang lebih berorientasi pada perbaikan struktur pendanaan dan pengurangan risiko keuangan dibandingkan peningkatan kapasitas operasional perusahaan (Pagano et al., 1998).

Teori ini memprediksi bahwa alokasi Dana IPO untuk CAPEX dan working capital akan meningkatkan RNOA dengan sebab investasi ini meningkatkan aset operasional dan kapasitas produksi perusahaan. Sebaliknya, alokasi dana untuk *debt repayment* tidak akan meningkatkan RNOA secara signifikan karena penggunaan dana ini tidak meningkatkan aset operasional perusahaan.

### **2.1.2. Initial Public Offering (IPO)**

*Initial Public Offering* (IPO) merupakan salah satu mekanisme pendanaan eksternal yang memungkinkan perusahaan meningkatkan porsi ekuitas melalui penerbitan saham kepada publik (Brealey et al., 2020). Peningkatan ekuitas tersebut secara langsung memengaruhi struktur modal perusahaan, khususnya dalam

menurunkan tingkat *leverage* karena adanya penambahan modal sendiri (Pagano et al., 1998).

Perubahan struktur modal setelah IPO tidak selalu bersifat permanen. Leary dan Roberts (2005) menunjukkan bahwa perusahaan cenderung melakukan penyesuaian struktur modal secara bertahap sesuai dengan kebutuhan pendanaan jangka panjang. Dengan demikian, dampak IPO terhadap struktur modal perlu dianalisis tidak hanya dari perubahan jangka pendek, tetapi juga keberlanjutannya.

Secara teoritis, IPO diharapkan meningkatkan kinerja keuangan perusahaan melalui peningkatan kapasitas pendanaan yang dapat digunakan untuk ekspansi usaha dan investasi produktif (Kim & Weisbach, 2008). Dana yang diperoleh dari IPO memungkinkan perusahaan meningkatkan efisiensi operasional dan memperluas skala bisnis yang berdampak pada peningkatan profitabilitas.

Penelitian empiris juga menunjukkan bahwa kinerja keuangan perusahaan tidak selalu mengalami peningkatan setelah IPO. Jain dan Kini (1994) menemukan bahwa profitabilitas perusahaan cenderung menurun setelah IPO, yang disebabkan oleh meningkatnya biaya operasional, tekanan pertumbuhan, serta kemungkinan praktik manajemen laba sebelum penawaran umum. Penelitian Aprilianto et al. (2022) menunjukkan bahwa perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia mengalami penurunan kinerja keuangan, termasuk profitabilitas, *leverage*, aktivitas, dan pertumbuhan aset pada periode setelah IPO. Hasil ini mengindikasikan bahwa IPO tidak secara langsung meningkatkan kinerja keuangan perusahaan dalam jangka pendek.

Hubungan antara IPO, struktur modal, dan kinerja keuangan dapat dijelaskan melalui mekanisme perubahan komposisi pendanaan perusahaan. IPO meningkatkan ekuitas yang pada awalnya menurunkan *leverage*, namun dampaknya terhadap kinerja keuangan bergantung pada efektivitas penggunaan dana yang diperoleh perusahaan (Kim dan Weisbach, 2008; Pagano et al., 1998).

Jika Dana IPO digunakan untuk investasi produktif, maka perubahan struktur modal dapat berdampak positif terhadap kinerja keuangan. Sebaliknya, jika dana tidak digunakan secara efisien, maka peningkatan ekuitas tidak akan diikuti oleh peningkatan profitabilitas. Hal ini juga menjadi alasan dalam beberapa penelitian sehingga menemukan bahwa meskipun struktur modal perusahaan membaik setelah IPO namun, kinerja keuangan perusahaan tidak selalu mengalami peningkatan (Jain dan Kini, 1994; Aprilianto et al., 2022).

### **2.1.3. Return On Operating Assets (RNOA)**

*Return on Net Operating Assets* (RNOA) merupakan rasio profitabilitas untuk memberikan ukuran terkait pengembalian yang dihasilkan dari aset operasional perusahaan. RNOA didefinisikan sebagai NOPAT (*Net on Operating Profit After Tax*) dibagi dengan *Net Operating Assets* (NOA). RNOA akan mengisolasi kinerja operasional dari keputusan financing seperti penggunaan utang dan rasio perpajakan, sehingga memberikan gambaran yang lebih akurat tentang efisiensi operasional perusahaan (Nissim, 2022).

RNOA dapat dipecah menjadi dua komponen utama yakni Operating Profit Margin dan Asset Turnover. Nissim (2022) menjelaskan bahwa RNOA dapat

dipecah menjadi dua komponen, yaitu *operating profit margin* dan Perputaran Aset. Dengan dekomposisi akan mengidentifikasi sumber dari perubahan RNOA akan dominan pada peningkatan margin atau peningkatan aset turnover. Dalam buku yang ditulis oleh Penman (2013) menyatakan bahwa *operating profit margin* cenderung memiliki tingkat persistensi yang lebih tinggi dibandingkan perputaran aset, yang mengindikasikan bahwa perubahan margin lebih stabil dan dapat diprediksi dalam jangka panjang dibandingkan perubahan efisiensi aset.

Penelitian yang dilakukan oleh Purnama dan Ingriyani (2023) menunjukkan bahwa alokasi Dana IPO untuk belanja modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap RNOA. Hasil Tersebut memberikan indikasi bahwa penggunaan Dana IPO untuk aktivitas produktif mampu meningkatkan kinerja operasional perusahaan.

## 2.2. Penelitian Terdahulu

Berdasarkan berbagai penelitian yang relevan dengan topik penelitian ini, maka disusun tabel penelitian terdahulu sebagai dasar untuk mengidentifikasi persamaan, perbedaan, dan posisi penelitian yang telah dianalisis relevansinya sebagai berikut:

Table 2.1 Tabel Penelitian Terdahulu

Judul & Penulis	Variabel	Metode Penelitian	Hasil
Apakah Dana IPO Efektif Dalam Meningkatkan Kinerja Keuangan? Studi Kasus Perusahaan IPO 2023 Di BEI. (Purnama & Ingriyani, 2023).	Independen: CAPEX, Modal Kerja Dependen: RNOA	Kuantitatif Asosiatif dengan Analisis Regresi Linear Berganda	1) CAPEX Berpengaruh Positif signifikan terhadap RNOA. 2) Modal Kerja Berpengaruh Positif tidak

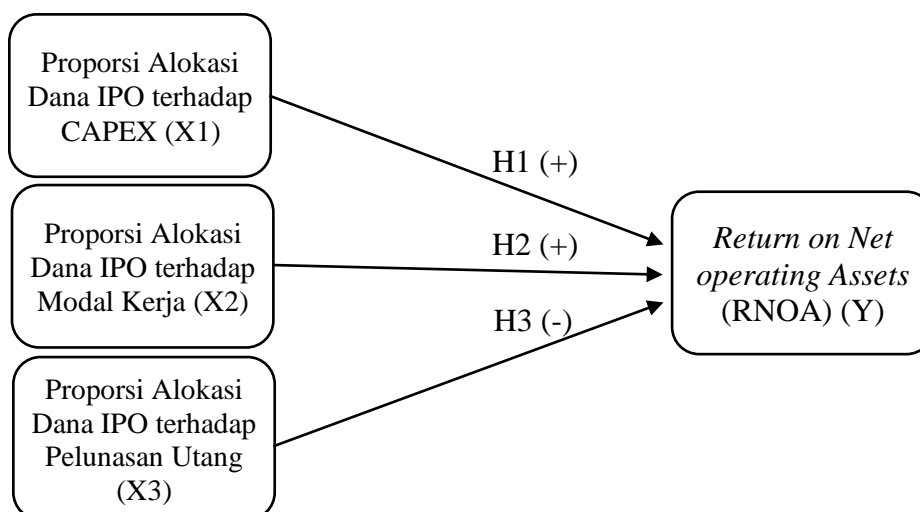
			signifikan terhadap RNOA
<i>Intended use of IPO proceeds and firm performance: A quantile regression approach</i> (Andriyansah & Messinis, 2016)	<p>Independen: Alokasi Dana IPO terhadap CAPEX, Modal Kerja, Pelunasan Utang.</p> <p>Dependen: Kinerja Perusahaan dengan proksi EBIT, Laba Bersih, Penjualan.</p>	Kuantitatif Bootstrap standard errors in <i>Quantile Regressions</i>	<p>1) Alokasi dana IPO terhadap CAPEX memiliki pengaruh positif signifikan pada Kinerja Perusahaan.</p> <p>2) Alokasi dana IPO terhadap Modal Kerja memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap Kinerja Perusahaan.</p> <p>3) Alokasi dana IPO terhadap Pelunasan Utang memiliki pengaruh negatif signifikan pada Kinerja Perusahaan.</p>
<i>Intended use of IPO proceeds and initial returns</i> (Ahmad-Zaluki & Badru, 2020)	<p>Independen: Alokasi Dana IPO terhadap CAPEX, Modal Kerja, Pelunasan Utang.</p> <p>Dependen: IPO <i>Initial Return</i> (IRR).</p>	Kuantitatif dengan OLS dan <i>Quantile Regressions</i>	<p>1) Alokasi Dana IPO terhadap CAPEX memiliki pengaruh positif signifikan terhadap IRR.</p> <p>2) Alokasi Dana IPO terhadap Modal Kerja memiliki pengaruh positif signifikan terhadap IRR.</p> <p>3) Alokasi Dana IPO terhadap Pelunasan Utang memiliki</p>

			pengaruh positif tidak signifikan terhadap IRR.
<i>Intended use of proceeds and post-IPO performance</i> (Amor & Kooli, 2017)	<p>Independen: Alokasi Dana IPO terhadap Investasi (Proksi CAPEX, Akuisisi masa depan, dan R&amp;D) dan Pelunasan Utang.</p> <p>Dependen: Kinerja Operasional Jangka Panjang.</p>	Kuantitatif dengan <i>Winsorized measure</i> dan analisis OLS	<p>1) Alokasi dana IPO terhadap Investasi memiliki pengaruh positif tidak signifikan terhadap Kinerja Operasional Jangka Panjang</p> <p>2) Alokasi dana IPO terhadap Pelunasan Utang memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap Kinerja Operasional Jangka Panjang</p>
<i>Intended use of proceeds and the long-run performance of seasoned equity issuers</i> (Autore et al., 2009)	<p>Independen: Alokasi Dana IPO terhadap Investasi.</p> <p>Dependen: Kinerja Operasi Emiten Saham</p>	Kuantitatif dengan analisis OLS	1) Alokasi Dana IPO terhadap investasi memiliki pengaruh negatif tidak signifikan terhadap Kinerja Operasi Emiten Saham
<i>Analysis of the Purpose of Use of Funds on the Performance of Companies Conducting Initial Public Offerings (IPO) in 2016-2020</i> (Ayusari et al. 2022)	<p>Independen: Alokasi Dana IPO terhadap CAPEX, Modal Kerja, dan Pelunasan Utang.</p> <p>Dependen: Profitabilitas</p>	Kuantitatif dengan analisis OLS	<p>1) Alokasi dana IPO terhadap CAPEX memiliki pengaruh signifikan terhadap Profitabilitas.</p> <p>2) Alokasi dana IPO terhadap Modal kerja memiliki pengaruh signifikan</p>

			terhadap Profitabilitas. 3) Alokasi dana IPO terhadap Pelunasan Utang memiliki pengaruh tidak signifikan terhadap Profitabilitas.
<i>Measuring The Financial Performance Prior And After The Initial Public Offering (IPO) Of Companies Listed In The Indonesian Stock Exchange (IDX).</i> (Rudianto, 2021)	Independen: IPO  Dependen: RNOA	Analisis Komparatif dengan <i>Wilcoxon test</i> dan statistik deskriptif	1) RNOA sebelum IPO menunjukkan rata-rata yang lebih baik dibandingkan dengan RNOA setelah IPO

### 2.3. Kerangka Teori

Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran



Alokasi Dana IPO digunakan sebagai data yang akan diolah sesuai alokasi proporsi penggunaan Dana IPO perusahaan terhadap variabel *Capital Expenditure* (CAPEX) (X1), Modal Kerja (X2), dan Pelunasan Utang (X3) pada laporan prospektus perusahaan. Variabel independen tersebut akan dianalisis pengaruhnya terhadap *Return on Net Operating Assets* (RNOA) (Y) perusahaan.

#### **2.4. Hipotesis**

Dalam kerangka Pecking Order Theory, Myers dan Majluf (1984) berargumen bahwa penerbitan ekuitas eksternal merupakan pilihan pendanaan yang paling mahal karena mengandung biaya asimetri informasi tertinggi. Dengan demikian, ketika perusahaan memutuskan untuk melakukan IPO yang berarti telah menggunakan seluruh kapasitas pendanaan internal dan utang. Dana yang diperoleh seharusnya diarahkan pada investasi yang menghasilkan return paling tinggi agar biaya ekuitas tersebut dapat dibenarkan secara ekonomis. Alokasi dana IPO ke CAPEX merepresentasikan investasi langsung dalam aset operasional yang memperluas kapasitas produktif perusahaan. Dalam kerangka RNOA, peningkatan CAPEX yang efisien akan memperbesar basis *Net Operating Assets* (NOA) dan secara bersamaan meningkatkan *Net Operating Profit After Tax* (NOPAT) melalui perluasan kapasitas operasional (Nissim & Penman, 2001). IPO menjadi kesempatan untuk perusahaan melakukan investasi produktif karena adanya dana segar yang datang ke perusahaan. Alokasi Dana IPO perusahaan kepada CAPEX akan meningkatkan aset operasional dan kapasitas produksi perusahaan, sehingga perusahaan mendapatkan peningkatan RNOA melalui peningkatan Perputaran Aset dan/atau keuntungan operasi.

Penelitian Amor dan Kooli (2017) menunjukkan bahwa alokasi IPO kepada CAPEX menghasilkan peningkatan ROA pada tahun ke-2 pasca-IPO dan memberikan bukti empiris bahwa alokasi Dana IPO terhadap sektor investasi salah satunya CAPEX memberikan peningkatan kinerja jangka panjang perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Andriyansah dan Messinis (2016) mengungkapkan bahwa alokasi IPO terhadap investasi aset tetap dan investasi saham akan memberikan hasil kinerja operasi yang lebih baik namun, keuntungan kinerja operasi yang lebih baik ini akan lebih menonjol dengan perusahaan dengan kinerja menengah dan tinggi. Penelitian oleh Ahmad-Zaluki dan Badru (2020) juga menjadi dasar dari analisis mendalam terkait dengan hubungan positif antara tingkat pengembalian Dana IPO dengan CAPEX dalam alokasi Dana IPO.

Dengan demikian peneliti dapat menyimpulkan bahwa alokasi Dana IPO terhadap CAPEX akan berpengaruh positif terhadap RNOA dengan sebab perusahaan akan memaksimalkan keuntungan dari dana segar yang diperoleh menjadi investasi aset yang digunakan sebagai operasi perusahaan. Investasi aset ini akan digunakan oleh perusahaan untuk tujuan memberikan peningkatan dalam laba operasi perusahaan. Dengan demikian, uraian konsep tersebut akan menimbulkan hipotesis sebagai berikut:

**H1: Proposi alokasi Dana IPO kepada CAPEX berpengaruh positif terhadap RNOA.**

Myers dan Majluf (1984) dalam *Pecking Order Theory* menegaskan bahwa perusahaan yang menghadapi keterbatasan likuiditas internal salah satu kondisi

yang mendorong keputusan IPO memiliki risiko untuk melewatkan peluang investasi bernilai positif akibat tidak tersedianya dana operasional yang cukup. Alokasi dana IPO ke modal kerja secara langsung mengatasi defisit likuiditas operasional ini, memungkinkan perusahaan mempertahankan siklus operasional yang efisien melalui pengelolaan piutang, persediaan, dan kewajiban operasional jangka pendek secara optimal.

Alokasi Dana IPO kepada Modal Kerja perusahaan adalah investasi yang produktif dalam meningkatkan efisiensi operasional perusahaan (Purnama & Ingriyani, 2023). Modal Kerja yang lebih besar akan memberikan kemungkinan perusahaan dalam mengelola arus kas dengan lebih baik, mengurangi biaya operasional, dan meningkatkan penjualan. Penelitian Lefebvre (2023) menunjukkan bahwa peningkatan modal kerja pada perusahaan IPO menghasilkan peningkatan operating performance.

Proporsi alokasi Dana IPO untuk Modal Kerja. Dana perusahaan yang dipakai untuk menjalankan aktivitas operasional perusahaan disebut sebagai Modal Kerja. Adanya optimalisasi Modal Kerja perusahaan memberikan kemungkinan untuk perusahaan memiliki peningkatan dalam RNOA. Dengan demikian, uraian konsep tersebut akan menimbulkan hipotesis sebagai berikut:

**H2: Proporsi Dana IPO untuk Modal Kerja berpengaruh positif terhadap RNOA.**

Dalam kerangka Pecking Order Theory, Myers dan Majluf (1984) menjelaskan bahwa penggunaan dana eksternal yang paling mahal dalam pendanaan ialah

ekuitas melalui IPO. Dengan demikian, investasi diharapkan selanjutnya akan menghasilkan return lebih tinggi dari biaya modal. Pelunasan utang menggunakan dana IPO merupakan bentuk alokasi yang akan mengubah struktur permodalana perusahaan tanpa menambah aset operasional produktif yang menghasilkan NOPAT. Hal ini sejalan dengan argumen bahwa perusahaan yang mengalokasikan proporsi besar dana IPO untuk pelunasan utang cenderung mengorbankan pertumbuhan operasional jangka pendek demi stabilitas struktur modal (Andriansyah & Messinis, 2016).

Penelitian Amor dan Kooli (2017) menunjukkan bahwa alokasi Pelunasan Utang hanya menghasilkan peningkatan ROA jauh lebih kecil dibandingkan dengan alokasi IPO terhadap CAPEX. Penelitian ini juga memberikan bukti empiris terkait dengan perusahaan IPO yang mengumumkan penggunaan Dana IPO untuk Pelunasan Utang akan memiliki penurunan yang signifikan dalam kinerja operasional dengan diukur menggunakan indikator kinerja maupun tolak ukur yang berbeda.

Proporsi alokasi Dana IPO terhadap Pelunasan Utang memberikan kebebasan kepada perusahaan untuk mendapatkan dana dan menyeimbangkan struktur modal secara jangka pendek. Efek ini disebut sebagai *deleverage* atau tingkat proporsi antara utang dengan ekuitas menurun, sehingga *leverage* menjadi menurun dan struktur modal perusahaan menjadi lebih baik. Struktur modal yang diperoleh dari Dana IPO, terutama yang diperoleh perusahaan dengan metode Pelunasan Utang, tidak memberikan peningkatan dalam segi profitabilitas operasional perusahaan dengan sebab struktur modal tidak memiliki hubungan dengan kinerja operasional

perusahaan dalam menghasilkan laba. Proporsi alokasi Dana IPO kepada Pelunasan Utang cenderung untuk tidak meningkatkan kinerja perusahaan dengan sebab Pelunasan Utang tidak berhubungan dengan kinerja perusahaan dalam menghasilkan laba. Dengan demikian, uraian konsep tersebut akan menimbulkan hipotesis sebagai berikut:

**H3: Proporsi Dana IPO untuk Pelunasan Utang berpengaruh negatif terhadap RNOA.**