

DAMPAK RESTRUKTURISASI UTANG PADA KINERJA KEUANGAN PERUSAHAAN

Dhilla Ade Rudiana¹, Lintang Venusita²

Jurusan Akuntansi, Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Surabaya

Email : dhilla.dheana@gmail.com, lvenusita@gmail.com

Abstract

The case of an Indonesian company that made a debt restructuring went bankrupt in the second year after the debt restructuring was carried out, and the case of a company that restructuring the same debt twice indicate of moral hazard. That phenomenon indicated that debt restructuring was only used by the company to avoid or delay default status without improving their real firm performance according to the purpose of debt restructuring at first. This study aims to determine the impact of debt restructuring on the company's financial performance in the period after debt restructuring. The research sample is the debt restructuring company players in 2012-2016 whose its shares are listed on the Indonesia Stock Exchange. The impact is seen through the presence of significant differences in financial performance before and after debt restructuring. The results showed that debt restructuring did not improve the company's financial performance.

Keywords : *Debt restructuring, financial performance, strategic impact, and Indonesian evidence.*

PENDAHULUAN

Restrukturisasi utang merupakan aksi atau keputusan perusahaan untuk menata ulang kewajiban perusahaan dengan para kreditur untuk menghindar atau menyelamatkan diri dari kesulitan keuangan yang dialami perusahaan. Restrukturisasi utang ini diharapkan menjadi *win-win solution* bagi seluruh pihak yang berkepentingan. Perusahaan akan terhindar dari status *default* atau bahkan pailit. Kreditur akan terhindar dari kerugian gagal bayar jika dikemudian hari perusahaan dikemudian hari mampu menyelesaikan utangnya. Bagi investor,

investasinya pada perusahaan tersebut akan terselamatkan jika perusahaan selamat dari pailit lalu kembali menjadi perusahaan yang *profitable*. Restrukturisasi utang ini menjadi harapan bagi semua pihak yang berkepentingan pada perusahaan karena diharapkan setelah dilakukannya restrukturisasi utang kinerja keuangan perusahaan akan membaik.

Restrukturisasi utang menjadi tren di Indonesia pada masa *pasca* krisis ekonomi global tahun 2000an dan menjadi salah satu upaya pemerintah untuk menyelamatkan perusahaan yang terancam gulung tikar yang masih potensial. Setelah periode itu, pada tahun 2004 melalui UU Nomor 37 Tahun 2004 tentang Kepailitan dan Penundaan Kewajiban Pembayaran Utang pemerintah memberikan kesempatan untuk melakukan restrukturisasi utang melalui jalur pengadilan. Mekanisme restrukturisasi utang kembali menjadi tren sejak 2012 hingga saat ini dilihat dari statistika perkara PKPU yang terus meningkat sejak 2012 hingga sekarang, selain itu banyak *headline* berita tentang rencana restrukturisasi utang perusahaan di media massa. Selain di Indonesia, restrukturisasi utang juga menjadi strategi yang umum dilakukan di beberapa negara lain seperti di India (Kaur & Srivastava, 2017)(Gupta, 2017) Jepang (Inoue et al., 2010) Kenya (Laitinen, 2012) Malaysia (Azman & Muthalib, 2004) dan beberapa negara lain (Nasieku & Susan, 2016).

Menurut beberapa penelitian tentang restrukturisasi utang dan dampaknya pada kinerja keuangan perusahaan yang dilakukan di negara tersebut, disebutkan bahwa terdapat indikasi *moral hazard* dari mekanisme restrukturisasi utang yang hanya dijadikan sebagai alat untuk menghindar atau menunda membayar utang oleh debitur dan mengurangi kredit dengan status kurang lancar oleh kreditur

tanpa adanya perbaikan kinerja yang benar-benar nyata (Kaur & Srivastava, 2017)(Gupta, 2017)(Inoue et al., 2010). Indikasi yang sama nampak terjadi juga di Indonesia dari beberapa kasus perusahaan yang melakukan restrukturisasi utang. PT Cipaganti Citra Graha Tbk yang pada tahun 2014 rencana restrukturisasi utangnya disahkan oleh pengadilan PKPU dan pada akhir tahun 2016 lalu berita yang muncul justru status pailit perusahaan tersebut dan rencana restrukturisasi utang yang sudah disahkan dibatalkan. Hal tersebut menjadikan restrukturisasi utang tidak memperbaiki melainkan hanya menunda status pailitnya perusahaan. Kasus lain dari PT Bumi Resources Tbk yang akhir tahun 2016 lalu rencana restrukturisasi utangnya disahkan oleh pengadilan PKPU dimana salah satu utang yang direstrukturisasi itu juga pernah direstrukturisasi juga sebelumnya pada tahun 2014. Kejadian tersebut lagi-lagi juga mengindikasikan bahwa restrukturisasi utang dijadikan alat untuk menunda kewajiban membayar utang.

Fenomena yang terjadi tersebut membuat topik mengenai dampak secara tidak langsung restrukturisasi utang pada kinerja keuangan perusahaan menjadi menarik untuk diteliti. Restrukturisasi utang yang merupakan salah satu keputusan strategi manajer (agen) yang dilakukan untuk kepentingan dua *principals*, yaitu kreditur dan pemegang saham. Artinya, ketika pemegang saham ataupun kreditur menyetujui rencana restrukturisasi utang yang diajukan oleh manajer (agen), pihak principals memperkirakan bahwa dengan dilakukannya restrukturisasi utang itu akan menguntungkan mereka nantinya. Bagi kreditur, terdapat perkiraan bahwa perusahaan debitur masih memiliki potensi untuk menyelesaikan kewajiban di masa depan dan bagi pemegang saham kinerja perusahaan berpotensi membaik sehingga keuntungan yang diterima juga meningkat.

Metode restrukturisasi utang yang memberikan kemudahan bagi pihak perusahaan untuk menyelesaikan kewajibannya secara tidak langsung akan memberikan ruang bagi perusahaan untuk mengalokasikan dananya pada operasional perusahaan terlebih dahulu. Hal tersebut diharapkan akan berdampak secara tidak langsung pada kinerja keuangan perusahaan. Dampak pada kinerja keuangan perusahaan dapat dilihat dari ada atau tidaknya perbedaan signifikan kinerja keuangan pada periode sebelum dan setelah restrukturisasi utang dilakukan.

Penelitian di Indonesia dengan topik restrukturisasi utang masih sangat jarang ditemukan. Penelitian yang ada masih menggunakan satu perusahaan saja sebagai sampel penelitian. Berdasarkan kondisi dan fenomena yang telah dipaparkan di atas, penelitian terkait dampak restrukturisasi utang pada kinerja keuangan perusahaan akan dilakukan dengan sampel perusahaan tercatat di Bursa Efek Indonesia yang melakukan restrukturisasi utang antara tahun 2012 sampai 2016. Penelitian dilakukan untuk mengetahui apakah restrukturisasi utang dapat memberikan dampak secara tidak langsung pada kinerja keuangan perusahaan yang akan dilihat melalui ada atau tidaknya perbedaan signifikan antara kinerja keuangan perusahaan sebelum dan setelah melakukan restrukturisasi utang.

KAJIAN PUSTAKA

Agency Theory

Teori keagenan merupakan teori yang membahas mengenai hubungan keagenan antara agent dan principal. Jensen dan Meckling (Jensen & Meckling, 1976) mendefinisikan hubungan keagenan sebagai sebuah kontrak dimana

dibawah kontrak tersebut ada satu atau lebih pemilik (*principals*) yang mempekerjakan orang lain (*agent*) untuk melakukan beberapa layanan atas nama pemilik (*principals*) yang juga melibatkan pendelegasian beberapa ijin pengambilan keputusan kepada pihak agen. Restrukturisasi utang merupakan salah satu keputusan strategi manajer (agen) yang dilakukan untuk kepentingan dua *principals*, yaitu kreditur dan pemegang saham. Artinya, ketika pemegang saham ataupun kreditur menyetujui rencana restrukturisasi utang yang diajukan oleh manajer (agen), pihak *principals* memperkirakan bahwa dengan dilakukannya restrukturisasi utang itu akan menguntungkan mereka nantinya. Bagi kreditur, terdapat perkiraan bahwa perusahaan debitur masih memiliki potensi untuk menyelesaikan kewajiban di masa depan dan bagi pemegang saham kinerja perusahaan berpotensi membaik sehingga keuntungan yang diterima juga meningkat.

Signaling Theory

Teori sinyal menyatakan bahwa pihak *signaler* (pihak manajemen) menyampaikan sebuah informasi pada pihak *receiver* (luar perusahaan) dan dari informasi yang disampaikan tersebut mungkin dapat menimbulkan reaksi (*feedback*) dari *receiver* sebagai tanggapan terhadap informasi tersebut merupakan sinyal yang baik atau buruk bagi perusahaan (Connelly, Certo, Ireland, & Reutzel, 2011).

Restrukturisasi utang termasuk salah satu aksi korporasi yang perlu disampaikan pada pemegang saham atau investor, bahkan tanpa disampaikan secara sukarela aksi korporasi ini mungkin tetap sampai pada investor maupun calon investor karena dalam prosesnya melibatkan pihak luar perusahaan baik

kreditur maupun lembaga yang membantu proses restrukturisasi utang. Hal tersebut berarti keputusan restrukturisasi utang merupakan salah satu informasi atau signal yang dapat memicu respon (*feedback*) investor dan calon investor (*receiver*). Ketika restrukturisasi utang dinilai sebagai keputusan yang baik maka nilai pasar perusahaan akan meningkat, dan berlaku sebaliknya.

Restrukturisasi Utang

Restrukturisasi utang didefinisikan sebagai sebuah transaksi dimana kontrak utang yang sudah ada digantikan oleh kontrak utang baru dengan pengurangan pada ketentuan bunga atau pokok pembayaran, atau perpanjangan jatuh tempo, atau merubah utang menjadi saham biasa, atau merubah sekuritas konversi menjadi saham biasa (Hotchkiss, John, Mooradian, & Thorburn, 2008). Restrukturisasi utang dapat dilakukan melalui jalur pengadilan maupun di luar pengadilan (Hotchkiss et al., 2008). Restrukturisasi utang akan memberikan kelonggaran pada perusahaan untuk memenuhi kewajibannya, sehingga secara tidak langsung akan memberikan ruang bagi perusahaan untuk mengalokasikan dananya pada operasional perusahaan terlebih dahulu. Hal tersebut diharapkan akan berdampak secara tidak langsung pada kinerja keuangan perusahaan berupa adanya perbedaan signifikan kinerja keuangan perusahaan pada periode sebelum dan setelah restrukturisasi utang dilakukan.

Kinerja Keuangan

Kinerja keuangan perusahaan adalah gambaran pencapaian perusahaan yang dikaji dari segi efisiensi penggunaan biaya untuk menghasilkan pendapatan yang optimal. Restrukturisasi utang dianggap berhasil jika terdapat perbedaan signifikan berupa peningkatan pada kinerja keuangan perusahaan sebelum dan

sesudah restrukturisasi utang dan dianggap gagal jika perubahan signifikan yang terjadi berupa penurunan kinerja keuangan.

Pada beberapa penelitian terdahulu, kinerja keuangan perusahaan diukur dengan pendekatan rasio keuangan. Penelitian ini menggunakan tiga rasio keuangan untuk mengukur kinerja keuangan perusahaan, yaitu profitabilitas, likuiditas, dan nilai pasar. Profitabilitas diukur menggunakan *operating margin ratio* seperti pengukuran yang digunakan oleh Inoue et al., (2010). Likuiditas perusahaan diukur dengan *current ratio*. Ukuran nilai pasar diukur dengan *price to earning ratio*.

Kajian Empiris

Penelitian Puteri et al., (2013), As'ari (2015), Gupta (2017), dan Inoue et al., (2010) menunjukkan hasil penelitian bahwa restrukturisasi utang tidak memiliki dampak signifikan pada profitabilitas perusahaan. Sedangkan penelitian Kaur & Srivastava (2017) menyimpulkan bahwa pada perusahaan sampel penelitian yang melakukan restrukturisasi utang justru mengalami penurunan profitabilitas signifikan pada periode setelah restrukturisasi utang. Adapun penelitian Azman & Muthalib (2004) dan Laitinen (2012) menunjukkan hasil peningkatan profitabilitas yang signifikan. Penelitian Puteri et al., (2013) dan As'ari (2015) menunjukkan hasil tidak ada dampak signifikan pada likuiditas perusahaan, sedangkan penelitian Gupta (2017) menunjukkan ada perbedaan signifikan pada likuiditas perusahaan setelah restrukturisasi utang.

Penelitian Respatia & Fidiana (2010), penelitian Rastogi & Mazumdar (2016), dan penelitian Yulazri (2017) menunjukkan bahwa ternyata restrukturisasi utang berdampak pada penilaian investor perusahaan. Walaupun pada penelitian

Rastogi & Mazumdar (2016), dan penelitian Yulazri (2017) hanya menunjukkan perubahan signifikan pada periode pengamatan yang singkat.

Hipotesis

H_{1a} : Terdapat perbedaan signifikan kinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah dilakukannya restrukturisasi utang dikaji dari profitabilitasnya.

H_{1b} : Terdapat perbedaan signifikan kinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah dilakukannya restrukturisasi utang dikaji dari likuiditasnya.

H_{1c} : Terdapat perbedaan signifikan kinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah dilakukannya restrukturisasi utang dikaji dari nilai pasarnya

METODE PENELITIAN

Jenis Penelitian

Jenis penelitian ini adalah penelitian kuantitatif non eksperimental kausal komparatif. Pendekatan kuantitatif non eksperimental kausal komparatif dalam penelitian ini dipilih karena tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji hipotesis dengan membandingkan dua kelompok atas sebuah kejadian yang telah terjadi melalui prosedur statistik untuk menjawab pertanyaan penelitian adakah perubahan kinerja keuangan perusahaan setelah dilakukannya restrukturisasi utang.

Jenis dan Sumber Data

Data dalam penelitian ini adalah data sekunder. Teknik pengumpulan data yang digunakan pada penelitian ini ialah teknik dokumentasi. Data sekunder dalam penelitian ini berupa laporan keuangan, laporan tahunan, data harga saham perusahaan yang menjadi sampel penelitian yang masing-masing diperoleh dari

situs resmi BEI yaitu www.idx.co.id, website www.finance.yahoo.com, dan www.duniainvestasi.com.

Sampel Penelitian

Sampel dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan non keuangan yang sahamnya tercatat di Bursa Efek Indonesia yang pernah melakukan restrukturisasi utang antara tahun 2012 hingga tahun 2016. Kriteria perusahaan non keuangan tersebut diambil karena penelitian ini bertujuan untuk mengkaji dampak restrukturisasi utang pada kinerja keuangan perusahaan debitur bukan kreditur. Dari kriteria tersebut terdapat 31 perusahaan yang menjadi sampel penelitian.

Definisi Operasional Variabel

Variabel Independen

Variabel independen dalam penelitian ini adalah restrukturisasi utang. Restrukturisasi utang sebagai variabel bebas dalam penelitian ini dipandang sebagai sebuah kejadian atau treatment yang tahun dilakukannya dijadikan tahun acuan untuk mengkategorikan atau mengelompokkan perusahaan dengan tujuan menganalisis perbandingan kinerja keuangan sebelum dan sesudah dilakukannya restrukturisasi utang. Tahun dilakukannya restrukturisasi utang diartikan sebagai tahun dimana restrukturisasi secara sah sudah disetujui oleh pihak-pihak bersangkutan (kreditur, debitur dan pemegang sahamnya, serta lembaga terkait yang menangani proses restrukturisasi utangnya). Perusahaan dikatakan melakukan restrukturisasi utang jika perusahaan menyampaikan pada laporan tahunan perusahaan bahwa telah melakukan salah satu atau beberapa dari aksi korporasi berikut ini:

- a. merubah kontrak utang terkait jumlah bunga utang dan pokok utang

- b. merubah kontrak utang terkait waktu pembayaran atau jatuh tempo utang
- c. merubah utang menjadi kepemilikan saham
- d. merubah utang menjadi efek yang dapat dikonversi menjadi kepemilikan saham

Variabel Dependen

Variabel terikat yang dalam penelitian ini adalah rata-rata kinerja keuangan perusahaan tiga tahun sebelum restrukturisasi utang dan tiga tahun setelah restrukturisasi utang. Kinerja keuangan yang diukur antara lain profitabilitas, likuiditas, dan nilai pasar.

Profitabilitas dalam penelitian ini diproksikan dengan operating margin ratio yang dihitung rata-ratanya pada tiga tahun sebelum restrukturisasi utang dan setelah restrukturisasi utang. Berikut ini rumus perhitungan rasio *operating margin* menurut (Inoue et al., 2010).

$$\text{Rasio Operating Margin} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{Total Pendapatan}}$$

Likuiditas dalam penelitian ini diproksikan dengan *current ratio* yang dihitung rata-ratanya pada tiga tahun sebelum restrukturisasi utang dan setelah restrukturisasi utang. Berikut ini rumus perhitungan current ratio menurut Ross et al., (2015).

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Aset Lancar}}{\text{Liabilitas Lancar}}$$

Nilai Pasar dalam penelitian ini diproksikan dengan *price to earning ratio* yang dihitung rata-ratanya pada tiga tahun sebelum restrukturisasi utang dan setelah restrukturisasi utang. Rumus menghitung rasio ini menggunakan rumus (Ross et al., 2015).

$$\text{Price Earning Ratio} = \frac{\text{Harga saham per lembar}}{\text{Laba per saham}}$$

Teknik Analisis Data

Setelah data didapat, dilakukan perhitungan kinerja keuangan oleh masing-masing sampel perusahaan setiap tahunnya dari data yang ada sesuai dengan definisi operasional variabel. Selanjutnya, dilakukan pengelompokan data dengan mengidentifikasi tahun dilakukannya restrukturisasi utang oleh masing-masing perusahaan yang menjadi sampel penelitian. Tahun terjadinya restrukturisasi utang tidak ikut menjadi periode pengamatan untuk menghindari bias kesimpulan. Setelah data dikelompokkan, lalu dihitung rata-rata kinerja keuangan tiga tahun sebelum dan tiga tahun setelah restrukturisasi utang. Kemudian dilakukan analisis statistik deskriptif dengan menentukan nilai mean, standar deviasi, nilai minimum dan nilai maksimum dari hasil pengukuran masing-masing ukuran kinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah restrukturisasi utang.

Uji Normalitas

Uji normalitas dalam penelitian ini digunakan untuk mengetahui apakah data penelitian berdistribusi normal atau tidak. Hasil pengujian juga akan digunakan untuk menentukan uji hipotesis apa yang akan digunakan.

Uji Hipotesis

Hipotesis dalam penelitian ini diuji menggunakan alat uji statistika non parametrik yaitu Wilcoxon sign ranks test untuk data yang tidak berdistribusi normal dan uji statistika paired sample t-test untuk data yang berdistribusi normal. Pengambilan keputusan ada atau tidak perbedaan signifikan dilihat dari nilai Asymp.Sig 2-tailed baik pada *uji paired sample t-test* (Ghozali,

2013) maupun *Wilcoxon Signed Ranks Test*(Mustofa, 2018), jika Asymp.Sig 2-tailed < 0,05 maka $\mu \neq \mu$, jika Asymp.Sig 2-tailed > 0,05 maka $\mu = \mu$.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif dilakukan untuk mengetahui gambaran data secara umum tanpa mengambil kesimpulan. Dari statistik deskriptif diketahui nilai mean, standar deviasi, nilai minimum dan nilai maksimum dari hasil pengukuran masing-masing ukuran kinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah restrukturisasi utang. Pada tabel 1 disajikan hasil statistik deskriptif yang telah dilakukan.

Tabel 1.Rangkuman Statistik Deskriptif Rasio Keuangan

Rasio	Statistik	Periode	
		Sebelum	Setelah
<i>Operating</i>	Minimum	-3,3588	-4,9976
	Maximum	0,6061	0,6925
<i>Margin</i>	Mean	0,054290	-0,043500
	Std.	0,6734795	0,9793766
<i>Current</i>	Minimum	0,0501	0,0011
	Maximum	4,3508	4,1898
<i>Ratio</i>	Mean	0,991548	0,981884
	Std.	0,8877186	0,9552480
<i>Price to</i>	Minimum	-57,6661	-142,8571
	Maximum	671,8958	158,3260
<i>Earning</i>	Mean	46,940071	9,078706
	Std.	164,3790001	47,1096746

Sumber : SPSS (diolah penulis)

Uji Normalitas

Uji normalitas digunakan untuk menguji apakah data terdistribusi normal atau tidak, sekaligus untuk menentukan uji hipotesis apa yang akan digunakan.

Hasil uji menunjukkan ketiga rasio keuangan menunjukkan data tidak terdistribusi normal sehingga akan digunakan uji hipotesis dengan statistika non parametrik yakni dengan alat uji *Wilcoxon Signed Ranks Test*.

Tabel 2. Rangkuman Hasil Normalitas

Periode	Rasio	Asymp. Sig	Keterangan
Sebelum	<i>Operating</i>	0,000	Tidak Normal
Restrukturisasi	<i>Current Ratio</i>	0,000	Tidak Normal
Utang	<i>Price to</i>	0,000	Tidak Normal
Sesudah	<i>Operating</i>	0,000	Tidak Normal
Restrukturisasi	<i>Current Ratio</i>	0,006	Tidak Normal
Utang	<i>Price to</i>	0,000	Tidak Normal

Sumber : SPSS (diolah penulis)

Uji Hipotesis

Tabel 3. Hasil Uji *Wilcoxon Signed Ranks Test*

Rasio	Asymp. Sig. (2-	Keterangan
<i>Operating</i>	0,860	H _{1a} ditolak
<i>Current Ratio</i>	0,481	H _{1b} ditolak
<i>Price to</i>	0,799	H _{1c} ditolak

Sumber : SPSS (diolah penulis)

Dari hasil uji hipotesis yang dilakukan, baik dikaji dari rasio profitabilitas, likuiditas, maupun nilai pasar tidak terdapat perbedaan signifikan kinerja keuangan pada periode sebelum dan setelah restrukturisasi utang.

Pembahasan

Dampak Restrukturisasi Utang pada Kinerja Keuangan Perusahaan Dikaji dari Profitabilitas

Berdasarkan uji *Wilcoxon Signed Ranks Test* yang telah dilakukan, hasil uji hipotesis menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan signifikan antara kinerja profitabilitas perusahaan pada periode sebelum restrukturisasi utang dan sesudah restrukturisasi utang, sehingga dapat dikatakan restrukturisasi utang tidak berhasil memperbaiki profitabilitas perusahaan. Hasil dari penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian (Gupta, 2017)(Inoue et al., 2010) yang menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan signifikan antara kinerja profitabilitas yang diukur dengan rasio operating margin pada periode sebelum restrukturisasi utang dengan kinerja pada periode setelah restrukturisasi utang.

Hal tersebut bisa disebabkan oleh perbedaan strategi yang diambil oleh masing-masing perusahaan setelah melakukan restrukturisasi utangnya seperti yang disampaikan dalam penelitian Gupta (2017) dan Puteri et al., (2013). Hasil penelitian Puteri et al., (2013) menunjukkan bahwa perubahan kinerja profitabilitas perusahaan tersebut setelah restrukturisasi disebabkan oleh semakin singkatnya siklus kas, makin tingginya pertumbuhan penjualan, meningkatnya *fixed asset turnover*, dan semakin rendahnya *debt to asset ratio*. Hal tersebut menunjukkan bahwa manajemen harus terus membenahi kebijakan pengadaan persediaan, kebijakan penagihan piutang agar siklus kas semakin baik, meningkatkan penjualan (*sales growth*) secara berkelanjutan sehingga akan memperbaiki kinerja perusahaan juga (Puteri et al., 2013).

Meninjau perusahaan yang menjadi sampel penelitian dengan peningkatan rasio profitabilitas (SIMA) dan penurunan rasio profitabilitas paling besar (BTEL) dalam penelitian ini mengkonfirmasi hasil penelitian Puteri et al., (2013). Setelah dilakukan analisis rasio, rata-rata siklus kas SIMA pada periode setelah restrukturisasi utang memang semakin singkat dibandingkan pada periode sebelum restrukturisasi utang. Siklus kas sebelumnya 63 hari sedangkan setelahnya hanya 9 hari. Rata-rata pertumbuhan penjualan SIMA juga menunjukkan perbaikan, dari yang sebelum restrukturisasi sebesar -1,8% menjadi sebesar 159% setelah restrukturisasi utang. Rasio *debt to asset* juga semakin rendah, dari yang sebelumnya 95% menjadi hanya 35% setelah restrukturisasi utang. Rata-rata siklus kas BTEL sebagai perusahaan yang mengalami penurunan profitabilitas terbesar juga mengalami perbaikan dalam jumlah kecil, dari yang sebelumnya 23 hari menjadi 17 hari pada periode setelah restrukturisasi utang. Namun rata-rata pertumbuhan penjualannya mengalami penurunan, sebelum restrukturisasi utang sebesar -9,1% menjadi -79% setelah restrukturisasi utang, nilai negatif tersebut artinya penjualan tidak bertumbuh namun justru menurun dan pada periode setelah restrukturisasi utang penurunannya lebih besar daripada sebelum restrukturisasi utang. Rasio *debt to asset* BTEL menunjukkan peningkatan, dari 86% sebelum restrukturisasi utang menjadi 123% setelah restrukturisasi utang.

Selain itu, median operating income seluruh sampel penelitian berturut-turut dari periode sebelum dan sesudah restrukturisasi memang tidak menunjukkan selisih yang besar. Perbandingan jumlah perusahaan yang mengalami kenaikan dan penurunan pun tidak jauh berbeda. Sehingga walaupun beberapa perusahaan

mengalami perubahan (penurunan) kinerja profitabilitas, namun perubahannya tidak signifikan secara statistik.

Dampak Restrukturisasi Utang pada Kinerja Keuangan Perusahaan Dikaji dari Likuiditas

Berdasarkan hasil uji *Wilcoxon Signed Ranks Test* yang telah dilakukan, hasil uji hipotesis menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan signifikan nilai *current ratio* sebelum dan sesudah restrukturisasi utang. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian Gupta (2017) yang menyatakan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan pada nilai *current ratio* setelah restrukturisasi utang. Penelitian Gupta (2017) menunjukkan perbedaan signifikan berupa penurunan nilai *current ratio*, artinya likuiditas perusahaan menurun setelah restrukturisasi.

Hal tersebut dapat terjadi karena metode restrukturisasi utang yang paling banyak digunakan oleh perusahaan sampel penelitian ini adalah dengan perpanjangan jatuh tempo pembayaran utang (*rescheduling*), yang artinya akan terjadi perubahan dari utang jangka pendek ke utang jangka panjang, sehingga memungkinkan adanya penurunan jumlah utang jangka pendek dan berdampak pada likuiditas perusahaan. Namun, perubahan utang jangka pendek menjadi utang jangka panjang pada tahun dilakukannya restrukturisasi utang berarti akan ada utang jangka pendek baru pada periode setelah restrukturisasi utang. Hal tersebut berarti hanya terjadi penundaan utang jangka pendek ke periode selanjutnya, sehingga walaupun terdapat penurunan *current ratio* yang disebabkan oleh peningkatan utang jangka pendek, perbedaan tersebut tidak secara signifikan berbeda. Jika dilihat dari perbandingan jumlah perusahaan sampel penelitian yang mengalami kenaikan dan penurunan *current ratio* pun tidak jauh berbeda,

mendekati 50:50. Sehingga walaupun beberapa perusahaan mengalami perubahan baik peningkatan maupun penurunan likuiditas, namun perubahannya tidak signifikan secara statistik.

Dampak Restrukturisasi Utang pada Kinerja Keuangan Dikaji dari Nilai Pasar

Berdasarkan hasil uji *Wilcoxon Signed Ranks Test* yang telah dilakukan, hasil uji hipotesis menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan signifikan antara nilai perusahaan pada periode sebelum restrukturisasi utang dan sesudah restrukturisasi utang. Hasil penelitian tidak sesuai dengan hasil penelitian Yulazri (2017) maupun penelitian Rastogi & Mazumdar (2016).

Hal tersebut dikarenakan ketika pengujian dampak pada profitabilitas perusahaan sebagai pembentuk laba yang dibagikan pada pemegang saham (EPS) tidak terdapat perbedaan signifikan, dan jika dilihat dari data rata-rata harga saham selama satu tahun tidak akan terlihat perbedaan yang signifikan. Pada penelitian Yulazri (2017) maupun penelitian Rastogi & Mazumdar (2016) signifikan *abnormal return* nampak hanya pada periode satu minggu setelah restrukturisasi utang, artinya jika lebih dari periode tersebut perbedaannya tidak akan signifikan. Karena nilai pembentuk *price to earning ratio* sama-sama tidak mengalami perubahan signifikan, oleh karena itu *price to earning ratio* juga tidak mengalami perubahan signifikan.

SIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan penelitian yang telah dilakukan, kesimpulan pertama, tidak terdapat perbedaan signifikan kinerja profitabilitas perusahaan sebelum dan sesudah restrukturisasi utang. Kedua, tidak terdapat

perbedaan signifikan kinerja likuiditas perusahaan sebelum dan sesudah restrukturisasi utang. Ketiga, tidak terdapat perbedaan signifikan nilai pasar perusahaan sebelum dan sesudah restrukturisasi utang. Secara keseluruhan, butuh lebih dari sekedar restrukturisasi utang untuk meningkatkan kinerja keuangan perusahaan, salah satu yang terpenting adalah strategi perusahaan setelah dilakukan restrukturisasi utang.

SARAN

Penelitian yang mengkaji tentang restrukturisasi utang dan dampak maupun pengaruhnya terhadap kinerja keuangan perusahaan masih sangat jarang ditemukan, utamanya di Indonesia, sehingga hasil dari penelitian ini masih sangat perlu untuk disempurnakan dan diuji kembali. Beberapa saran yang dapat diberikan pada penelitian selanjutnya adalah menambah jumlah sampel perusahaan dan tahun pengamatan karena berdasarkan identifikasi sampel yang dilakukan, banyak perusahaan yang melakukan restrukturisasi utang pada tahun 2017 dan 2018. Disarankan juga untuk menambah pengukuran keberhasilan restrukturisasi utang, misalnya dengan membandingkan kinerja perusahaan pelaku restrukturisasi utang pasca restrukturisasi utang dengan rata-rata kinerja industri serumpunnya. Untuk menambah variasi penelitian dengan topik ini dapat juga dilakukan penelitian tentang kondisi-kondisi perusahaan seperti apa yang menyebabkan perusahaan kemudian melakukan restrukturisasi utang, misalnya pengaruh tingkat leverage atau seberapa parah kondisi financial distress hingga perusahaan memutuskan untuk melakukan restrukturisasi utang.

Bagi perusahaan, sebaiknya mengkaji ulang rencana restrukturisasi utangnya sekaligus menyiapkan rencana strategis yang akan membantu perusahaan untuk memperbaiki kinerja setelah restrukturisasi utang karena berdasarkan hasil penelitian, ternyata restrukturisasi utang tidak memberikan perbedaan signifikan pada kinerja perusahaan. Bagi kreditur dengan debitur yang hendak mengajukan restrukturisasi utang, sebaiknya meninjau ulang penilaian kondisi perusahaan debitur dan prospek debitur secara komprehensif karena hasil penelitian menunjukkan bahwa nilai current ratio banyak yang justru berkurang pada periode setelah restrukturisasi utang. Bagi investor dan calon investor, sebaiknya melakukan analisis fundamental pada lebih banyak rasio keuangan perusahaan sebelum melakukan investasi pada perusahaan yang pernah melakukan restrukturisasi karena dari hasil penelitian nilai price to earning ratio masih banyak yang bernilai negative dengan jumlah bilangan besar.

DAFTAR PUSTAKA

- As'ari, H. (2015). Analisis Pengaruh Restrukturisasi Keuangan terhadap Kinerja Perusahaan. *Jurnal Riset Akuntansi Mercu Buana*, 1(2), 88–112. <https://doi.org/10.26486/jramb.v1i2.170>
- Azman, S., & Muthalib, U. R. (2004). The Effect of Debt Restructuring Scheme On The Firm's Capital Structures And Performances Of Malaysian Firms. In *International Conference on Administrative Sciences*. Dhahran.
- Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., & Reutzel, C. R. (2011). Signaling Theory: A Review and Assessment. *Journal of Management*, 37(1), 39–67. <https://doi.org/10.1177/0149206310388419>
- Ghozali, I. (2013). *Aplikasi Analisis Multivariate*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gupta, V. (2017). Corporate Debt Restructuring and its Impact on Financial Performance. *International Journal of Engineering Technology, Management and Applied Sciences*, 5(2), 160–176.
- Hotchkiss, E. S., John, K., Mooradian, R. M., & Thorburn, K. S. (2008). Bankruptcy and The Resolution of Financial Distress. *Handbook of Empirical Corporate Finance*, 2(6). [https://doi.org/10.1016/S1873-1503\(06\)01003-8](https://doi.org/10.1016/S1873-1503(06)01003-8)

- Inoue, K., Uchida, K., & Bremer, M. (2010). Post Restructuring Performance in Japan. *Pacific-Basin Finance Journal*, 18(5), 494–508.
<https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2010.07.001>
- 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)
- Kaur, D., & Srivastava, S. (2017). Corporate Debt Restructuring and Firm Performance: A Study Of Indian Firms. *Serbian Journal Of Management*, 12(2), 271–281. <https://doi.org/10.5937/sjm12-11916>
- Laitinen, E. K. (2012). Effect of Reorganization Actions On The Financial Performance of Small Entrepreneurial Distressed Firms. *Journal of Accounting and Organizational Change*, 7(1), 57–95.
<https://doi.org/10.1108/18325911111125540>
- Mustofa, A. (2018). Respon Investor terhadap Program Tax Amnesty Bagi Perusahaan Go Public. *Akunesa: Jurnal Akuntansi Unesa*, 6(2), 1–20.
- Nasieku, T., & Susan, J. K. (2016). Effect of Financial Restructuring on the Financial Performance of Firms in Kenya. *International Journal Of Management and Economics Invention*, 2(1), 487–495.
<https://doi.org/10.1108/18325911111125540>
- Puteri, A. S., Achsani, N. A., & Andati, T. (2013). Efektifitas restrukturisasi keuangan perusahaan dengan. *Finance and Banking Journal*, 15(2), 160–172.
- Rastogi, A., & Mazumdar, S. (2016). Corporate Debt Restructuring (CDR) and its Impact on Firms ' Stock Market Performance: A Study of Pre- and Post-CDR Shareprice Movements. *South Asian Journal Of Management*, 23(3), 7–26.
- Respatia, W., & Fidiana. (2010). Kebijakan Restrukturisasi Utang Melalui Debt to Equity Swap. *Jurnal Ekuitas*, 14(1), 82–96.
<https://doi.org/10.24034/j25485024.y2010.v14.i1.2118>
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jordan, B. D., Lim, J., & Tan, R. (2015). *Pengantar Keuangan Perusahaan*. Jakarta: Salemba Empat.
- Yulazri. (2017). Analisis Pengaruh Restrukturisasi Hutang terhadap Return Saham pada Perusahaan Go Publik di Bursa Efek Jakarta yang Melakukan Restrukturisasi pada Tahun 2003. *Jurnal Ekonomi*, 8(2), 116–134.