

EFEKTIFITAS RESTRUKTURISASI KEUANGAN PERUSAHAAN DENGAN *DEBT TO EQUITY CONVERSION* DI LINGKUNGAN BUMN: SUATU STUDI KASUS

Saptariyanti AK Puteri¹,
Noer Azam Achsani²,
Trias Andati³

ABSTRACT

Debt to Equity Conversion (DEC) is understood as one of financial strategies to recover the company's financial problem from its debt. PT ABC as a subsidiary company of one of the state owned enterprises (SOE) experiences a financial failure since 2009, thus the shareholders decided to restructure it through DEC mechanism in the end of 2011 to secure the company from bankruptcy. The purpose of this paper is (1) to attempt an assessment of the company financial ratios performance after implementation of DEC (2) to study the prediction of the company's bankruptcy before and after DEC and (3) to analyse factors that has influence the level of profitability of the company. The approach of this study is a quantitative method using PT ABC's audited annual reports. Analysis of financial ratios consisted of activity, liquidity, solvency and profitability ratios are used in this research. Altman Z'-scores is also used to measure the company's financial performance and prediction of bankruptcy. Analysis tools used were Mann-Whitney test and linear regressions. The result of this study showed that (1) DEC has impacted the financial ratios performance of the company, especially in activity measured by Fixed Assets Turnover and solvability measured by Debt to Total Assets Ratio. Restructuring debt to equity clearly has one direct impact, i.e. decreasing Interest (2) DEC has also impacted the bankruptcy indicator calculated by Altman Z'-scores, (3) Factors of profitability that significantly influence ROA are cash cycle, debt to total assets ratio, fixed assets turn over, gross profit margin, sales growth, ROA of last period.

Keywords: *Debt to Equity Conversion, Financial Performance, Restructurisation, Profitability.*

PENDAHULUAN

Lingkungan persaingan bisnis yang semakin ketat mengharuskan perusahaan untuk terus mengevaluasi kinerjanya serta melakukan serangkaian perbaikan, agar tetap tumbuh dan dapat bersaing, walau kerap muncul suatu keadaan dimana perusahaan hanya mampu minimal tetap dapat bertahan karena mengalami kerugian finansial secara terus menerus. Pada kondisi ini muncul keputusan perusahaan untuk melakukan restrukturisasi. Restrukturisasi terjadi karena adanya pergeseran strategi perusahaan (*strategy shift*) atau desain baru strategi korporat (*corporate strategy*) yang mengutamakan keunggulan bersaingnya (*competitive advantage*) dan didasarkan pada kondisi eksternal dan internal perusahaan. Strategi korporat berdampak pada tiga aspek utama yang bisa mengarahkan korporat untuk melakukan restrukturisasi, yakni mengidentifikasi peluang baru, pergeseran tingkat resiko, dan pergeseran akses permodalan dan kebutuhan finansial (Djohanputro 2004).

Pada beberapa kasus perusahaan yang mengalami kerugian besar, restrukturisasi dianggap menjadi alternatif paling efektif dalam menyehatkan perusahaan kembali karena dapat memperbaiki dan me-

^{1,2,3} Program Pasca Sarjana Manajemen dan Bisnis, Institut Pertanian Bogor

maksimalkan kinerja perusahaan (Weston *et al.* 2004). Penelitian Asfaroni (2011) mengungkapkan bahwa bagi perusahaan yang menghadapi kondisi yang sulit karena keterbatasan pendanaan, kurangnya modal kerja, struktur keuangan yang tidak sehat serta fasilitas perusahaan yang sudah tua yang mengakibatkan perusahaan kalah bersaing, seharusnya perusahaan segera mengambil langkah penyelamatan dan memikirkan strategi yang paling efektif. Penelitiannya tentang strategi pelepasan asset sebagai program restrukturisasi keuangan menyarankan bahwa strategi alternatif pendanaan melalui *Debt to Equity Conversion* akan mencegah kerugian perusahaan yang terjadi berlarut sehingga mengakibatkan kebangkrutan.

Di Indonesia sendiri strategi restrukturisasi menjadi hal yang lumrah dilakukan oleh banyak perusahaan pada tahun 1997 ketika krisis ekonomi terjadi yang mengakibatkan bangkrutnya beberapa perusahaan terutama yang memiliki hutang dalam valuta asing dengan jumlah yang sangat signifikan. Beberapa perusahaan lainnya dapat selamat dari kebangkrutan karena mengambil langkah cepat dalam melakukan restrukturisasi keuangan yang menyebabkan terjadinya peningkatan *return on equity* (ROE) dan penurunan rasio hutang dibandingkan ekuitas sehingga indikator profitabilitas, likuiditas dan solvabilitas turut menunjukkan perbaikan (Ariotedjo 2001).

Saat ini ditengah membaiknya ekonomi Indonesia, restrukturisasi keuangan masih kerap terjadi dan beberapa menimpa perusahaan BUMN besar yang disebabkan oleh masalah internal perusahaan. Salah satu anak perusahaan BUMN yang menjadi studi kasus penelitian ini adalah PT ABC yang merupakan perusahaan yang memproduksi alat kontrasepsi pria (kondom), alat suntik sekali pakai (*Disposable Syringes*), perlengkapan pakaian sekali pakai (*Disposable Non-Wovens*) seperti

masker, head cover, shoe cover dan surgical gowns dan sarung tangan karet sekali pakai (*Disposable Latex Gloves*).

Perusahaan PT ABC ini telah mengalami kerugian berturut-turut selama lebih dari lima tahun. Turunnya pangsa pasar kondom pemerintah menyebabkan meningkatnya *idle capacity* aset mesin pabrik. Rata-rata tingkat utilitas pabrik di PT ABC selama 25 tahun hanya 33 persen. Hal ini ditambah lagi dengan belum memadainya kemampuan bersaing di pasar bebas karena minimnya investasi promosi dan sertifikasi. Pada akhir tahun 2011 PT ABC masih mengalami kerugian sebesar lebih dari Rp 9 milyar. Ekuitasnya negatif Rp 57 milyar sementara kewajibannya Rp 84 milyar. Hal ini menyebabkan pemegang saham PT ABC yang merupakan induk perusahaan yaitu PT XYZ mengambil langkah penyehatan untuk merestrukturisasi keuangan PT ABC. Langkah restrukturisasi yang diambil adalah pengalihan hutang pada Pemegang Saham (PT XYZ) menjadi saham atau disebut *Debt to Equity Conversion* dengan posisi *cut off* hutang per Desember 2011.

Setelah dilakukan restrukturisasi keuangan melalui DEC pada tahun 2012 dengan posisi *cut off* hutang per Desember 2011, laba bersih perusahaan ternyata masih berada pada nilai yang negatif, walaupun kerugiannya relatif lebih kecil daripada tahun-tahun sebelumnya. Pada tahun 2013 pertumbuhan nilai ekuitas kembali turun sebanyak 234,2 persen yang mengakibatkan ekuitas kembali menjadi negatif. Setelah diimplementasikan selama dua tahun, dipandang perlu untuk mengkaji pengaruh restrukturisasi keuangan melalui DEC tersebut terhadap kinerja keuangan perusahaan. Gambaran sekilas kinerja perusahaan pada periode tahun 2009 - 2013 yang tercermin dalam angka pertumbuhan penjualan, laba bersih, ekuitas dan kewajiban PT ABC dapat dilihat pada Tabel 1.

Tabel 1 Growth penjualan, laba bersih, ekuitas dan kewajiban PT ABC 2009-2013

Tahun	Penjualan		Laba Bersih		Ekuitas		Kewajiban	
	(Milyar Rupiah)	Growth (%)						
2009	28	-22,0	-20,2	-243,6	-32,7	-178,8	63.9	-1.5
2010	19.9	-29,0	-11,4	43,2	-47,8	-46,3	72.9	14.1
2011	20.3	2,2	-9,1	20,8	-56,9	-19,0	84.2	15.5
2012	33.1	63,1	-5,6	37,8	2,5	104,3	23	-72.7
2013	24.1	-27,3	-5,7	-1,81	-3,3	-234,2	26.7	16.1

Sumber: Laporan keuangan tahunan PT. ABC (audited)

Berdasarkan latar belakang permasalahan diatas, maka penelitian ini akan menganalisis hal-halsebagai berikut :

1. Perbedaankinerja rasio keuangan PT ABC sebelum dan sesudah terjadinya restrukturisasi keuangan melalui *Debt to Equity Conversion*.
2. Perubahan tingkat kebangkrutan PT ABC sebelum dan sesudah dilakukannya *Debt to Equity Conversion*.
3. Faktor-faktor kinerja keuangan yang mempengaruhi profitabilitas PT ABC.

TINJAUAN PUSTAKA

Sebagian besar kajian restrukturisasi keuangan memiliki pandangan bahwa pendekatan DEC telah terbukti efektif dan menjadi berpengaruh pada kinerja perusahaan. Penelitian Bagus yang dikutip oleh Asfaroni (2011) mengungkapkan bahwa perusahaan-perusahaan di Indonesia melakukan strategi DEC dalam merestrukturisasi keuangannya ketika terjadi krisis keuangan pada tahun 1997. Salah satu perusahaan di Indonesia yang melakukan pendekatan DEC atas hutang perusahaan kepada krediturnya adalah PT Duta Anggada. Strategi DEC pada perusahaan ini terbukti berhasil dan perusahaan tersebut dapat melunasi hutangnya dan berhasil mengalami surplus ekuitas di akhir tahun 2005. Tingkat ROE dan ROA naik, begitu juga dengan *current ratio*.

Studi Padachi (2006) dengan pendekatan DEC menganalisis kecenderungan manajemen modal kerja dan dampaknya pada kinerja 58 perusahaan manufaktur kecil pada lima industri yang berbeda di Mauritius dari periode 1998 sampai 2003. Penelitian itu mencoba menguraikan dampak dari piutang usaha dan siklus perputaran kas yang mempengaruhi tingkat pengembalian total aktiva. Hasil penelitian tersebut menganalisis adanya kecenderungan kebutuhan modal kerja perusahaan, menggunakan analisa profitabilitas dan rasio efisiensi dari piutang, persediaan, dan hutang yang menggunakan pendekatan regresi dengan tingkat pengembalian aktiva untuk profitabilitas dan siklus kas.

Hasil studi tersebut menunjukkan bahwa investasi yang tinggi dalam persediaan dan piutang terkait dengan profitabilitas yang lebih rendah. Variabel yang digunakan dalam analisis adalah umur persediaan, umur piutang, umur hutang, dan siklus kas. Terdapat hubungan yang signifikan antara pengelolaan modal dan profitabilitas. Analisis efisiensi likuiditas, profitabilitas, dan operasional pada industri menunjukkan perubahan yang signifikan dan memberikan kontribusi terhadap kinerja perusahaan.

Afeef (2011) memperkuat studi tersebut pada penelitiannya mengenai manajemen modal kerja terhadap profitabilitas perusa-

haan dan struktur keuangan usaha skala kecil dan menengah di Pakistan, yang mengungkapkan bahwa terdapat hubungan negatif yang signifikan antara umur perse-diaan dan umur piutang dengan laba operasi perusahaan kecil. Penelitian ini menggunakan analisis korelasi dan analisis regresi linier berganda.

Penelitian oleh Mehta (2012) yang menganalisis dampak suatu krisis ekonomi terhadap rasio keuangan sektor perbankan di UAE, menggunakan teknik uji statistik non para metrik yang dipakai untuk mem-bandingkan kondisi rasio keuangan sebe-lum dan sesudah krisis. Hasil penelitian tersebut membuktikan bahwa ROA dan ROE sektor perbankan UAE menurun pada saat krisis ekonomi, dan mengalami peningkatan sesudah krisis ekonomi, walau pun masih belum sebaik periode sebelum krisis.

Debt to Equity Conversion

Salah satu cara untuk merestrukturisasi hutang adalah dengan cara *Debt to Equity Conversion* (DEC) yang merupakan suatu langkah yang diambil oleh pihak kreditur karena melihat dan mengamati bahwa perusahaan yang mengalami masalah keuangan tersebut masih berpotensi mempunyai nilai ekonomi baik di masa depan, dan dilakukan dengan cara rekla-sifikasi tagihan hutang debitur menjadi penyertaan ekuitas (Gitman, 2000). Dalam hal pengalihan hutang menjadi saham tersebut, debitur diijinkan untuk merubah hutangnya menjadi modal saham dan kreditur menjadi pemilik saham tersebut.

Tahap dasar dari pelaksanaan DEC adalah keputusan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) yang menetapkan peru-

bahan Modal Ditempatkan dan Disetor untuk menampung tambahan ekuitas baru dari konversi hutang. Besaran nilai konversi hutang menjadi ekuitas diputuskan oleh RUPS setelah melalui proses kajian dari manajemen. Jika nilai konversi hutang menjadi ekuitas tersebut ternyata melebihi besarnya nilai Modal Dasar, maka RUPS juga harus memutuskan peningkatan pada Modal Dasar perusahaan. Selanjutnya perusahaan menerbitkan saham baru atas nama kreditur, sesuai dengan nilai besarnya konversi hutang, dan saham baru tersebut langsung menjadi tambahan ekuitas sebagai Modal Ditempatkan dan Disetor.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini merupakan studi kasus di PTABC dengan menggunakan pendekatan kuantitatif. Penelitian ini secara khusus akan menganalisis kinerja keuangan perusahaan untuk mengetahui rasio keuangan dan tingkat kebangkrutan PT ABC, kemudian membandingkan kondisi sebelum terjadinya DEC pada tahun 2009-2011 dan setelah terjadinya DEC pada tahun 2012-2013. Analisis kinerja keuangan akan mencermati rasio likuiditas, aktivitas, profitabilitas, dan solvabilitas, sedangkan analisis tingkat kebangkrutan perusahaan dianalisis dengan metode Altman Z'-score (Altman, 1968). Metode ini mengkombinasikan lima jenis rasio keuangan untuk melihat perbedaan antara perusahaan yang bangkrut dan tidak bangkrut. Analisis Altman Z'-Score dapat digunakan pada perusahaan non publik, karena *market value* dari ekuitas digantikan dengan *book value* dari ekuitas. Model Altman Z'-Score dalam studi ini adalah sebagai berikut:

$$Z'\text{-Score} = 0.00717X_1 + 0.00847X_2 + 0.03107X_3 + 0.0042X_4 + 0.998X_5$$

X₁ = Modal kerja terhadap total harta (*working capital to total asset*)

X₂ = Laba ditahan terhadap total harta (*retained earnings to total asset*)

X₃ = Pendapatan sebelum pajak dan bunga terhadap total harta (*earning before interest and taxes to total asset*)

X4 = Nilai buku ekuitas terhadap nilai buku dari hutang (*book value equity to book value of total debt*)

X5 = Nilai penjualan terhadap total aktiva (*Net Sales to Total Assets*)

Dengan indikasi terhadap score sebagai berikut :

Score > 2.90 mengindikasikan kondisi tidak bangkrut

Score 1.23 – 2.90 mengindikasikan grey area

Score <1.23 mengindikasikan kondisi bangkrut

Setelah mengetahui perbedaankinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah dilakukannya DEC, selanjutnya dianalisis faktor-faktor yang mempengaruhi kinerja keuangan pada aspek profitabilitas.

Data yang digunakan merupakan data sekunder dari laporan keuangan tahunan PT ABC yang telah diaudit tahun 2009 sampai dengan 2011 yang merupakan data sebelum terjadinya DEC dan data tahun 2012 sampai dengan 2013 yang merupakan data setelah terjadinya DEC. Pada masing-masing tahun, juga diambil data bulanan, untuk kemudian diolah dan dianalisis dengan pendekatan analisis rasio keuangan dan indikator kebangkrutan dengan menggunakan metode Altman Z'-Score, dan analisis regresi linier berganda.

Dalam studi ini untuk menganalisis dampak DEC terhadap kinerja keuangan, digunakan uji statistik non parametrik Mann-Whitney untuk perbandingan kondisi kinerja keuangan sebelum dan sesudah DEC.

Hipotesis yang dikembangkan adalah:

H₀: Tidak terdapat perbedaan signifikan pada rasio-rasio keuangan dan indikator keuangan serta indikator kebangkrutan perusahaan sebelum DEC dan sesudah DEC

H₁: Terdapat perbedaan signifikan pada rasio-rasio keuangan dan indikator keuangan serta indikator kebangkrutan perusahaan sebelum DEC dan sesudah DEC

Selanjutnya penelitian ini menganalisis tingkat profitabilitas perusahaan sebagai variabel dependen dan beberapa indikator rasio keuangan yang mempengaruhi profitabilitas, sebagai variabel independen. Analisis regresi linier berganda dilakukan setelah pengolahan data laporan keuangan bulanan. Model persamaan yang dipakai pada penelitian ini mengacu Gill *et al.* (2010) serta Kadir dan Phang (2012), yaitu model regresi linier berganda sebagai berikut :

$$Y_t = a + b_1X_{1t} + b_2X_{2t} + b_3X_{3t} + b_4X_{4t} + b_5X_{5t} + b_6X_{6t} + b_7X_{7t} + E_t, \text{ dengan :}$$

Y_t = Nilai ROA pada periode t

a = Konstanta

b_i = Koefisien dari variabel Xi

X₁ = *Cash cycle* periode t sebagai variabel bebas

X₂ = *Fixed assets turnover* periode t sebagai variabel bebas

X₃ = *Sales growth* periode t sebagai variabel bebas

X₄ = *Debt to total assets ratio* periode t sebagai variabel bebas

X₅ = *Gross profit margin* periode t sebagai variabel bebas X₆ =

X₆ = Variabel *dummy* (0 = sebelum DEC, 1 = setelah DEC)

E_t = *Error term*

HASIL DAN PEMBAHASAN

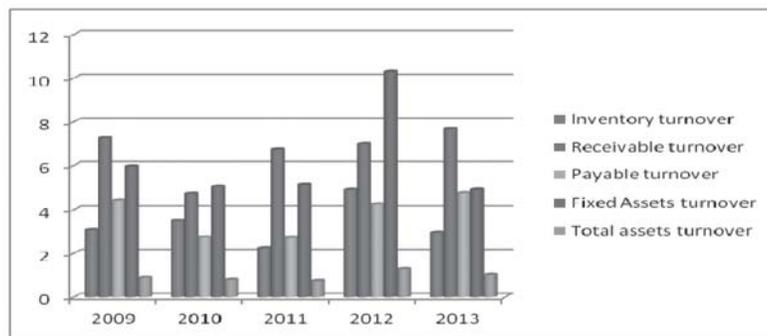
Analisis Rasio Keuangan

Rasio Aktivitas

Nilai *Total Assets Turnover* (TATO) dan *Fixed Assets Turnover* (FATO) mengalami peningkatan setelah restrukturisasi keuangan dilakukan. Pada tahun 2012 terjadi peningkatan pesanan produk kondom

tertinggi sepanjang berdirinya PT ABC, sehingga perusahaan meningkatkan utilisasi mesin produksinya. Pada tahun 2013 pesanan produk kondom kembali menurun dibandingkan tahun 2012, sehingga perputaran aktiva juga menurun. Namun nilainya masih lebih baik dibandingkan periode sebelum DEC dilakukan. Gambar 1 memperlihatkan gambaran pergerakan rasio aktivitas perusahaan.

Gambar 1 Rasio aktivitas periode tahun 2009-2013 PT ABC (audited)

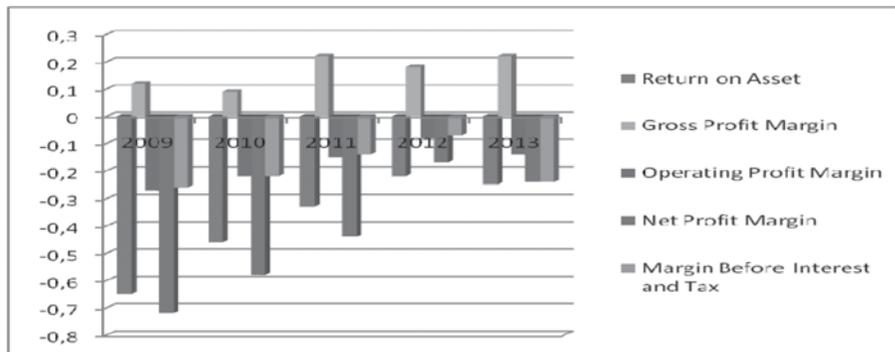


Perputaran persediaan dan perputaran piutang serta perputaran hutang usaha akan menentukan siklus konversi kas PT ABC. Terlihat bahwa aktivitas pada tahun 2012 sebagian besar mengalami perbaikan walaupun perputaran hutang masih relatif sama karena manajemen belum bisa memperoleh kesepakatan perubahan kredit dengan pemasok. Siklus konversi kas pada tahun 2012 mengalami perbaikan yang cukup berarti dari 83 hari menjadi 41 hari, karena ada upaya mengoptimalkan inventory dan meningkatkan penagihan piutang.

Rasio Profitabilitas

Nilai rasio *Gross profit margin* PT. ABC pada tahun 2009 sangat rendah, yaitu sebesar 0,12. Angka tersebut menunjukkan perusahaan tidak leluasa lagi untuk membayar beban usaha atau biaya lainnya. Setelah dilakukan DEC, nilai *Gross profit margin* masih tetap kecil dan hanya berada di kisaran 0,18 sampai dengan 0,22, dengan rata-rata 0,20. Walaupun bernilai kecil, nilai ini sudah lebih baik daripada kondisi sebelum dilakukannya DEC yang rata-ratanya hanya 0,14 seperti dapat dilihat pada Gambar 2.

Gambar 2 Rasio profitabilitas periode tahun 2009-2013 PT ABC (audited)



Rasio yang juga dinilai sangat penting dalam rasio profitabilitas adalah *Net profit margin* (NPM). NPM bertujuan mengukur kemampuan PT. ABC dalam menghasilkan laba bersih. Semakin tinggi nilai NPM berarti semakin efisien perusahaan tersebut dalam mengeluarkan biaya-biaya sehubungan dengan kegiatan operasinya. Pada kenyataannya, NPM PT. ABC pada kondisi sebelum dan sesudah restrukturisasi tetap bernilai negatif. Hal ini menunjukkan masih terdapat masalah efisiensi pada kegiatan operasional di PT. ABC. Tingginya nilai beban operasional dan beban lain-lain pada tahun 2009 sampai dengan 2011 dinilai menjadi penyebab rendahnya NPM yang diperoleh perusahaan.

Setelah dilakukan DEC pada awal tahun 2012, beban operasional dan beban lain-lain terindikasi sudah lebih efisien, terlihat dari semakin dekatnya jarak antara nilai rasio *Margin Before Interest and Tax* (MBIT) dengan NPM. Dalam hal ini berarti beban *interest* atas hutang sudah lebih ringan, dan ini merupakan akibat langsung dari perubahan hutang menjadi ekuitas tersebut.

Tingkat pengembalian aktiva (ROA) membaik setelah DEC, karena pada saat yang bersamaan perusahaan mendapat peluang penjualan produk yang besar, sementara aktiva tetap relatif sama dan

aktiva lancar berupa persediaan adalah barang-barang untuk produksi yang akan langsung terpakai.

Rasio Likuiditas

Nilai rasio lancar PT. ABC dalam kurun waktu periode 2009 sampai dengan 2013 berada diatas nilai 1. Terjadi peningkatan *current ratio* setelah dilakukan restrukturisasi keuangan. Pada tahun 2012 nilai *current ratio* sebesar 2,05, meningkat pada tahun 2013 sebesar 3,21. Hal ini berarti PT. ABC dapat dikatakan berada pada tingkatan perusahaan yang dinilai sehat terutama setelah dilakukannya restrukturisasi.

Nilai *quick ratio* di PT. ABC pada tahun 2009 sampai dengan 2013 seluruhnya memiliki nilai dibawah 1,5. Hal ini disebabkan peningkatan aktiva lancar dan persediaan dari tahun ke tahun tidak signifikan dengan kenaikan kewajiban lancar. Nilai *quick ratio* yang baik adalah diatas 1,5.

Cash ratio merupakan rasio yang menunjukkan seberapa besar tingkat kemampuan kas dalam menutupi hutang lancar perusahaan. Standar umum *cash ratio* ideal adalah diantara 0,50. Rasio ini dihitung dengan cara membandingkan kas dan setara kas dengan hutang lancar (Sawir, 2001). Gambar 3 memperlihatkan rasio likuiditas PT ABC periode 2009-2013.

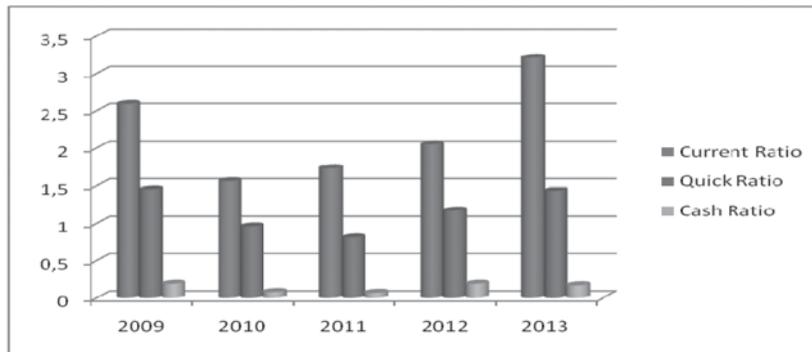
Kecilnya nilai cash ratio perusahaan mengindikasikan PT ABC masih kesulitan untuk bersaing, terutama jika dibutuhkan pendanaan operasional secara cepat.

Rasio Solvabilitas

Tingkat solvabilitas PT. ABC dalam

penelitian ini dilihat dari dua jenis rasio solvabilitas yang terdiri dari *debt to assets ratio*(DAR) dan *debt to equity ratio* (DER). Nilai DAR sebelum dilakukan restrukturisasi keuangan selalu meningkat sejak tahun 2009 yang semula hanya bernilai 2,05 menjadi 3,08 pada tahun 2011.

Gambar 3 Rasio Likuiditas PT ABC



Peningkatan nilai DAR juga disebabkan karena jumlah total aktiva perusahaan relatif tetap setiap tahunnya, karena aktiva yang sudah tua dan habis masa penyusutannya serta minimnya investasi baru. Rasio solvabilitas PT ABC tahun 2009-2013 terlihat pada Tabel 2.

Sementara itu nilai DER, pada tahun 2009 sampai dengan 2011 sebelum dilaku-

kukan restrukturisasi selalu bernilai negatif, karena ekuitas perusahaan yang memang negatif. Pada tahun 2012 setelah DEC, dengan nilai ekuitas mencapai wilayah positif namun kecil, maka nilai DER menjadi bernilai positif namun melonjak sangat tajam, yaitu 9,38, sehingga rasio ini tidak bisa memperlihatkan perbaikan kinerja.

Tabel 2 Rasio Solvabilitas PT ABC

Solvency Ratio	Formula	Before DEC			After DEC	
		2009	2010	2011	2012	2013
Debt to Assets Ratio	Total Debt/Total Assets	2,05	2,91	3,08	0,90	1,14
Debt to Equity	Total Debt/Total Equity	(1,95)	(1,52)	(1,48)	9,38	(8,11)

Pada tahun 2013, karena ekuitas PT. ABC kembali berada di level negatif, DER langsung menjadi bernilai negatif, walau pun nilai absolut mengalami sedikit perbaikan dengan nilai 8,11. Rasio *debt to equity* pada

hipotesis seharusnya mengalami penurunan sesudah DEC, namun data memperlihatkan nilainya lebih tinggi pada periode sesudah DEC. Hal ini disebabkan karena sebelum DEC ekuitas perusahaan bernilai negatif,

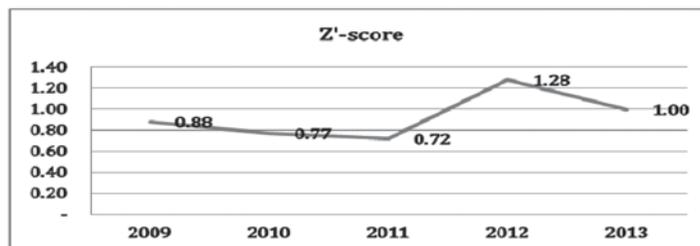
dan sesudah DEC ekuitas bisa memasuki area positif, sehingga seakan-akan DER mengalami peningkatan.

Analisis Tingkat Kebangkrutan Perusahaan

Pada analisis tingkat kebangkrutan perusahaan yang menggunakan alat

analisis Altman Z'-Score yang dihitung secara tahunan, PT. ABC secara keseluruhan terindikasi kebangkrutan pada tahun 2009 sampai dengan 2011, berada pada *grey area* pada tahun 2012, dan pada akhirnya kembali terindikasi kebangkrutan pada tahun 2013 seperti diperlihatkan pada Gambar 4.

Gambar 4 Analisis Z'-Score PT. ABC



Hasil pendekatan analisis Z'-Score menjelaskan bahwa sebagai dampak dari restrukturisasi keuangan melalui DEC pada tahun 2012, nilai ekuitas PT ABC bernilai positif dan hal ini menyebabkan perhitungan Z'-score terpengaruh. PT ABC juga mengalami peningkatan dari sisi *Total Asset Turnover* pada tahun 2012 yang menyebabkan nilai Z'-score meningkat. Penelitian ini menganalisis bahwa PT. ABC pada tahun 2012 dapat memperbaiki kinerja keuangannya secara konsisten karena nilai Z'-scorenya berada pada *grey area*. Namun dengan turunnya nilai Z'-score tahun 2013 menjadi 1,00, dapat disimpulkan bahwa masih diperlukan dukungan tindakan penyesuaian operasional.

Pada tahun 2013 perusahaan mengalami kerugian, sehingga ekuitas kembali menjadi negatif dan Z'-score kembali masuk ke indikasi bangkrut, walaupun nilainya masih lebih tinggi dibanding periode sebelum DEC. Nilai rata-rata tahunan Z'-score pada saat sesudah restrukturisasi keuangan pada tahun 2012 lebih baik dengan nilai 1,14 dari kondisi sebelum

restrukturisasi keuangan dengan nilai 0,72.

Implikasi manajerial dari nilai indikator kebangkrutan ini adalah manajemen dan pemegang saham PT ABC masih harus mewaspadaai kondisi operasional dan keuangan perusahaan dalam kurun waktu minimal dua tahun ke depan, karena model Altman terbukti akurat memprediksi kebangkrutan suatu perusahaan dalam tempo 12 bulan sampai dua tahun sebelum dinyatakan bangkrut (Sudiyatno dan Puspitasari, 2010). Sebagai pengukur kinerja perusahaan dari sisi potensi kebangkrutan, Altman's Z-score lebih mengarah pada potensi menurunnya investasi, yang berarti kebangkrutan.

Analisis Statistik dengan Uji Beda

Pada analisa statistik ini dilakukan pengujian atas data-data rasio keuangan, indikator kebangkrutan dan tingkat bunga hutang (*interest*) yang diperoleh dalam pergerakan data keuangan bulanan perusahaan sepanjang periode 2009-2013. Selanjutnya dengan uji non parametrik Mann-Whitney, diperlihatkan bahwa terda-

pat beberapa indikator kinerja keuangan yang secara statistik mengalami perbedaan signifikan antara sebelum dan sesudah DEC.

Indikator yang secara statistik berbeda signifikan pada level keyakinan 95 persen adalah tingkat bunga hutang (*interest*), *Debt*

to Asset Ratio, dan nilai indikator kebangkrutan Altman *Z'*-score. Sementara pada level keyakinan 90 persen, indikator yang berbeda secara signifikan adalah *Fixed Asset Turnover*. Hasil uji beda Mann-Whitney untuk indikator keuangan sebelum dan sesudah DEC terlihat pada Tabel 3 dan Tabel 4.

Tabel 3 Hasil analisis statistik indikator keuangan sebelum dan sesudah DEC

	Test Statistics ^a						
	Working Capital turnover	Fixed Assets Turnover	GPM	ROA	DAR	Z'-score	Interest
Mann-Whitney U	375	321.5	420.5	414.5	0	277	85
Wilcoxon W	1041	987.5	1086	1080	300	943	385
Z	-0.86	-1.668	-0.174	-0.269	-6.52	-2.352	-5.252
Asymp. Sig. (2-tailed)	0.39	*0.095	0.862	0.788	**0.000	**0.019	**0.000

a. Grouping Variable: Periode

Pada kolom *Mean Ranks* di Tabel 4 terlihat bahwa indikator keuangan yang mengalami peningkatan sesudah DEC

adalah *Working Capital Turnover*, *Fixed assets turnover*, *gross profit margin*, *return on assets*, dan *Z'*-score.

Tabel 4 Hasil Uji Mann-Whitney kinerja keuangan sebelum dan sesudah DEC

	Ranks			
	Periode	N	Mean Rank	Sum of Ranks
Working Capital turnover	sebelum DEC	36	28.92	1041
	sesudah DEC	24	32.88	789
	Total	60		
Fixed Assets Turnover	sebelum DEC	36	27.43	987.5
	sesudah DEC	24	35.1	842.5
	Total	60		
GPM	sebelum DEC	36	30.18	1086.5
	sesudah DEC	24	30.98	743.5
	Total	60		
ROA	sebelum DEC	36	30.01	1080.5
	sesudah DEC	24	31.23	749.5
	Total	60		
DAR	sebelum DEC	36	42.5	1530
	sesudah DEC	24	12.5	300
	Total	60		
Z'-score	sebelum DEC	36	26.19	943
	sesudah DEC	24	36.96	887
	Total	60		
Interest	sebelum DEC	36	40.14	1445
	sesudah DEC	24	16.04	385
	Total	60		

Peningkatan indikator-indikator tersebut menunjukkan adanya perbaikan kinerja keuangan perusahaan. Sementara indikator yang mengalami penurunan nilai sesudah DEC adalah *Debt to assets ratio* dan *interest*. Penurunan indikator tersebut memperlihatkan perbaikan kinerja keuangan perusahaan.

Selanjutnya pengujian statistik mengungkapkan bahwa indikator keuangan perusahaan yang mengalami perbedaan signifikan antara sebelum DEC dan sesudah DEC pada level alpha 5 persen adalah DAR, Z'-Score dan *interest*. Sedangkan pada level alpha 10 persen, indikator keuangan yang

secara statistik signifikan berbeda antara sebelum dan sesudah DEC adalah *Fixed Assets Turnover*.

Analisis Regresi Linier Berganda

Pengujian ini dilakukan untuk menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi profitabilitas perusahaan. Variabel independen yang dianalisis adalah *cash cycle*, *fixed assets turnover*, *debt to total assets ratio*, *gross profit margin* dan *sales growth* serta dummy variabel yaitu tindakan restrukturisasi keuangan (DEC). Variabel dependen yang dianalisis adalah *Return on Assets* (ROA).

Tabel 5 Pendugaan Model Regresi Linear Profitabilitas PT ABC

Sample (adjusted): 2009M02 2013M12
 Included observations: 59 after adjustments
 Convergence achieved after 14 iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CASHCYC	-1.63E-05	5.30E-06	-3.072225	**0.0034
DAR	-0.067517	0.025904	-2.606495	**0.0120
DEC	0.051219	0.043063	1.189399	0.2398
FATO	0.048135	0.014742	3.265122	**0.0020
GPM	0.008247	0.002061	4.001515	**0.0002
SG	0.015627	0.003293	4.744906	**0.0000
C	0.072229	0.058024	1.244826	0.2189
AR(1)	0.474653	0.148052	3.205980	**0.0023

Pengolahan statistik atas data memberikan model regresi berikut :

$$ROA = 0.072229 - 0.0000163 \text{ CASHCYC} - 0.067517 \text{ DAR} + 0.048135 \text{ FATO} + 0.008247 \text{ GPM} + 0.015627 \text{ SG} + 0.474653 \text{ ROA}_{t-1} + 0.051219 \text{ DEC}$$

Dari hasil pengolahan persamaan regresi dapat terlihat bahwa variabel independen yang pada nilai alpha 5 persen secara signifikan mempengaruhi ROA adalah siklus kas (*CASHCYC*), *debt to assets ratio* (*DAR*), *fixed assets turnover* (*FATO*), *gross profit margin* (*GPM*), *sales growth* (*SG*) dan ROA periode sebelumnya.

Semakin singkat siklus kas, maka ROA berpotensi meningkat. Implikasi manajerialnya adalah manajemen harus terus menerus

membenahi kebijakan pengadaan inventory, kebijakan penagihan piutang, dan mencari alternatif untuk menambah keragaman hutang usaha.

Semakin rendah DAR, potensi ROA juga meningkat. Setelah perusahaan selama bertahun-tahun mengalami beban bunga hutang yang cukup tinggi, berkurangnya posisi hutang menjadi saham tentunya akan mengurangi beban bunga tersebut, sehingga perolehan laba perusahaan akan

lebih besar. Implikasi manajerialnya adalah manajemen harus mempertahankan DAR dalam level rendah dengan mengambil kebijakan pembiayaan aktiva dari hasil operasional.

Meningkatnya perputaran asset tetap (FATO), berarti bahwa utilitas aktiva meningkat dan selanjutnya berpotensi meningkatkan ROA. Implikasi manajerialnya adalah bahwa manajemen perusahaan harus meningkatkan potensi utilisasi aset yang ada dalam konteks meningkatkan pertumbuhan penjualan (*sales growth*).

DEC memiliki pengaruh positif terhadap profitabilitas, namun tidak signifikan. Implikasi manajerialnya adalah PT ABC tetap tidak boleh mengandalkan hanya pada restrukturisasi keuangan sejenis, namun tetap harus mengedepankan kegiatan efisiensi operasional dan keuangan.

KESIMPULAN

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa secara keseluruhan *Debt to Equity Conversion* membuat kinerja keuangan PT ABC lebih baik dari periode sebelumnya walau pun pada tahun 2013 kinerja keuangan perusahaan kembali menurun meski tidak sejelek sebelum DEC dilakukan. Hal ini berarti bahwa restrukturisasi keuangan semata-mata dengan sistem ini belum banyak membantu perusahaan untuk secara permanen mengatasi masalah yang ada. Kinerja keuangan perusahaan tetap memerlukan intervensi manajemen melalui strategi keuangan dan operasional yang tepat untuk mengatasi masalah keuangan perusahaan.

Indikator keuangan yang secara statistik berbeda nyata antara sebelum dan sesudah DEC adalah pada indikator kebangkrutan Altman Z'-score, rasio aktivitas *Fixed Asset Turnover* dan rasio solvabilitas *Debt to Assets Ratio*. Sebagai ukuran komponen keuangan yang terpengaruh langsung akibat penurunan

hutang, nilai *interest* perusahaan juga terlihat berbeda secara signifikan antara periode sebelum dan sesudah DEC.

Faktor-faktor keuangan yang berpengaruh signifikan terhadap ROA adalah siklus kas (*CASHCYC*), *debt to assets ratio* (DAR), *fixed assets turnover* (FATO), *gross profit margin* (GPM), *sales growth* (SG) dan ROA periode sebelumnya.

Penelitian selanjutnya disarankan untuk mengevaluasi kondisi perusahaan lebih lanjut pada tahun-tahun mendatang, dan secara lebih komprehensif menilai tingkat efektifitas tindakan restrukturisasi keuangan melalui metode DEC pada PT ABC. Metode penelitian yang searah juga dapat diterapkan untuk meneliti kondisi perusahaan lain di lingkungan BUMN yang mengalami restrukturisasi keuangan dengan cara *Debt to Equity Conversion*.

DAFTAR PUSTAKA

- Afeef, M. 2011. Analyzing the impact of working capital management on the profitability of SME's in Pakistan. *International Journal of Business and Social Science*, 2(22):173-183.
- Altman, E.I. 1968. Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance* 23(4):589-609.
- Ariotedjo, SW. 2001. Analisis menggunakan model keuangan untuk mengkaji dampak restrukturisasi kewajiban terhadap kinerja keuangan perusahaan di masa yang akan datang [tesis]. Jakarta [ID]: Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Asfaroni, A. 2011. Strategi pelepasan asset sebagai sumber pembiayaan program restrukturisasi PT ABC [tesis]. Jakarta [ID]: Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Gill A, Biger N, Mathur N. 2010. The relationship between working capital management and profitability: evidence

- from The United States. *Business and Economic Journal* 10(1):1-9.
- Gitman, L.J. 2000. Principles of Managerial Finance. Massachusetts (US): Addison Wesley Longman
- Kadir, A., Phang SB. 2012. Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi net profit margin perusahaan manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Akuntansi* 13(1):1-16
- Mehta A. 2012. Financial performance of UAE banking sector – a comparison of before and during crisis ratios. *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 3(5):381-387
- Padachi, K. 2006. Trends in working capital management and its impact on firms performance: an analysis of Mauritian small manufacturing firms. *International review of business research papers*, 2(2):45-48
- Prihadi, T. 2011. Analisis Laporan Keuangan, Teori dan Aplikasi. Jakarta (ID): Penerbit PPM.
- Sawir A. 2001. Analisis Kinerja Keuangan dan Perencanaan Keuangan. Jakarta (ID): PT. Gramedia Pustaka Utama
- Sudiyatno, B dan E. Puspitasari. 2010. Tobin's Q dan Altman Z-score sebagai indikator pengukuran kinerja perusahaan. *Kajian Akuntansi*, 2(1):9-21
- Weston JF, Brigham EF. 1990. Dasar-Dasar Manajemen Keuangan, Edisi Terjemahan. Jakarta (ID): Salemba Empat.
