PENGARUH RESTRUKTURISASI PERUSAHAAN TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN GRUP DAN NONGRUP DI INDONESIA

Disertasi
Program Doktor Ilmu Ekonomi

Oleh

Hasim As'ari
13931027

PROGRAM PASCASARJANA EKONOMI

UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA

YOGYAKARTA

Juli 2020

PENGARUH RESTRUKTURISASI PERUSAHAAN TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN GRUP DAN NONGRUP DI INDONESIA

Disertasi untuk memperoleh derajat Doktor
dalam Ilmu Ekonomi pada Program Pascasarjana Ekonomi
Universitas Islam Indonesia, Yogyakarta

Oleh

Hasim As'ari
13931027

PROGRAM PASCASARJANA EKONOMI EKONOMI

UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA

YOGYAKARTA

Juli 2020

Pernyataan Bebas Plagiarisme

"Dengan ini saya menyatakan, bahwa dalam disertasi ini tidak terdapat karya yang pernah diajukan untuk memperoleh gelar kesarjanaan di suatu perguruan tinggi, dan sepanjang pengetahuan saya juga tidak terdapat karya atau pendapat yang pernah ditulis atau diterbitkan oleh orang lain, kecuali yang secara tertulis diacu dalam naskah ini dan disebutkan dalam daftar pustaka. Apabila di kemudian hari terbukti bahwa pernyataan ini tidak benar, maka saya sanggup menerima hukuman/sangsi apapun sesuai peraturan yang berlaku".

Yogyakarta, 16 Juli 2020



Hasim As'ari

HALAMAN PENGESAHAN

Yogyakarta, _____

Telah diterima dan disetujui dengan baik oleh :

Promotor

(Prof. Dr. Hadri Kusuma, MBA.)

Co Promotor I

(Dr. D. Agus Harjito, M.Si.)

Co Promotor II

(Dr. Zaenal Arifin, M.Si.)

BERITA ACARA UJIAN TERBUKA DISERTASI

Pada hari Jumat tanggal 14 Agustus 2020 Program Studi Doktor Ilmu Ekonomi Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Islam Indonesia telah mengadakan ujian terbuka disertasi yang disusun oleh :

Nama Mhs: Hasim As'ari, SE., MM.

No. Mhs. :13931027

Konsentrasi :Manajemen Keuangan

DenganJudul:

PENGARUH RESTRUKTURISASI PERUSAHAAN TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN GRUP DAN NON GRUP DI INDONESIA

Berdasarkan penilaian yang diberikan oleh Tim Penguji,

Maka disertasi tersebut dinyatakan **LULUS**

Promotor,	Penguji I,
(Prof. Dr. Hadri Kusuma, MBA.)	(Prof. Dr. Slamet Sugiri, MBA.)
Co Promotor I,	Penguji II,
(Dr. D. Agus Harjito, M.Si.)	(Dr. Syafiq Mahmadah Hanafi, S.Ag., M.Ag.)
Co Promotor II,	Penguji III,
(Dr. Zaenal Arifin, M.Si.)	(Dr. Sutrisno, MM.)

Mengetahui

Ketua Program Studi Doktor Ilmu Ekonomi

(Drs. Akhsyim Afandi, M.A., Ph.D.)

Kata Pengantar

Assalamu'alaikum warohmatullahi wabarokatuh

Penulis panjatkan puji syukur ke hadirat Allah SWT yang telah melimpahkan rahmat, taufik dan hidayah-Nya, sehingga penulis mampu menyelesaikan penyusunan laporan disertasi ini. Terselesaikannya disertasi ini tentunya tak lepas dari dorongan dan bantuan berbagai pihak. Oleh karena itu, tak salah kiranya penulis mengungkapkan rasa terima kasih dan penghargaan kepada:

1. Prof. Fathul Wahid, ST., M.Sc., Ph.D, selaku Rektor Universitas Islam Indonesia, yang telah memberikan kesempatan dan fasilitas pada penulis untuk menimba ilmu pengetahuan.
2. Dr. Jaka Sriyana, SE., M.Si, selaku Dekan Fakultas Bisnis dan Ekonomika, Drs. Akhsyim Afandi, MA., Ph.D, selaku Ketua Program Studi Ilmu Ekonomi Program Doktor dan beserta seluruh Dosen serta Staf Program Studi Ilmu Ekonomi Program Doktor Universitas Islam Indonesia yang telah memberikan kesempatan kepada penulis untuk belajar menimba ilmu pengetahuan dan memberikan dinamika keilmuan sehingga penulis dapat menyelesaikan studi program doktor.
3. Prof. Dr. Hadri Kusuma, MBA, selaku promotor, Dr. D. Agus Harjito., M.Si, selaku co-promotor dan Dr. Zaenal Arifin, M.Si, selaku co-promotor, yang telah meluangkan waktunya memberikan bimbingan dengan penuh kesabaran, komunikatif, dan keteladanan serta masukan-masukan yang sangat berharga sehingga penulis mampu menyelesaikan disertasi ini. Semoga Allah SWT membalas amal dan budi baik beliau bertiga dengan pahala yang berlipat ganda
4. Almarhum Bpk. H.R Prosutejo, selaku mantan Ketua Pembina Yayasan Wangsamanggala yang telah memberikan kesempatan pada penulis untuk menempuh studi S3, penulis secara tulus dan penuh hormat menghaturkan ucapan terimakasih dan pengghargaan yang setinggitingginya. Semoga Allah SWT membalas amal dan budi baik almarhum.
5. Dr.Alimatus Sahrah, M.Si, MM, selaku Rektor Universitas Mercu Buana Yogyakarta, Drs. Raswan Udjang, M.Si, selaku mantan Dekan Fakultas

Ekonomi dan Dr. Audita Nuvriasari, SE. MM, selaku Dekan Fakultas Ekonomi serta Tutut Dewi Astuti, SE., M.Si., Ak.,CA., CTA, selaku mantan Kaprodi Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Mercu Buana Yogyakarta, yang telah mendorong dan memberi dukungan dalam menempuh studi diprogram doktor.

6. Rekan-rekan Program Doktor Ilmu Ekonomi Universitas Islam Indonesia, khususnya Angkatan XX atas solidaritas dan dorongan motivasi selama dalam menempuh studi di program doktor.
7. Rekan-rekan Dosen dan Staf Fakultas Ekonomi Universitas Mercu Buana Yogyakarta yang telah mendukung, membantu, dan memotivasi serta memberi kesempatan pada saya untuk studi pada program doktor.
8. Ibu Mertua Hj. Murtini, untuk yang terpenting dalam hidup penulis, Istriku tercinta, Mama Hernawati Setyaningsih, SE, anak-anakku Hani Febriana Indahsari. S. Psi, Adinda Hasna Marshaufa, Mayrena Hastya Rafaelia dan Nikita Aprilia Hasnita terimaksih atas segala bentuk kesabaran, perhatian dan doanya agar penulis dapat menyelesaikan studi S3.
9. Kakak di Jepara, Mas H. Chamidun, Mbak Istiana, SH dan adik di Jakarta Heri Yunianto, SS., M.Soc. Sci, serta adik di Yogyakarta Betty Kusumawardani, Spd, beserta keluarganya yang telah memberikan doa dan bantuan sehingga studi pada program doktor ini dapat berjalan dengan lancar
10. Berbagai Pihak yang tidak dapat penulis sebutkan satu persatu, bukan suatu kesengajaan apabila penulis tidak mampu menyebutkan satu persatu kepada pihak yang telah membantu terselesainya studi ini. Penulis mohon maaf dan sekali lagi menghaturkan terimaksih yang tak terhingga, semoga Allah SWT membalas amal baik mereka dan melimpahkan rahmat serta hidayah-Nya

Akhiru kalam wallahu muwafiqi ila iqwamittorriq,

Wassalamu'alaikum warohmatullahi wabarokatuh.

Yogyakarta, Juli 2020

Penyusun,

Hasim As'ari

DAFTAR ISI

Halaman Judul……..…….. i

Halaman Prasyarat Gelar Doktor..... ii

Halaman Persyaratan Bebas Plagiarisme.....……..... iii

Halaman Pengesahan Desertasi.....……..... iv

Kata Pengantar.....……..... vi

Daftar Isi .....……..... viii

Daftar Tabel.....……..... x

Daftar Gambar ……..…….…….... xi

Daftar Lampiran…….....…..……..... xi

Abstrak.....……..……..……..... xii

BAB I PENDAHULUAN…….....……..... 1

1.1 Latar Belakang Masalah…….....……..... 1

1.2 Rumusan Masalah…….....……..... 15

1.3 Tujuan Penelitian……..……..... 16

1.4 Kontribusi Hasil Penelitian……..... 16

1.4.1 Kontribusi Dalam Pengembangan Ilmu.…..... 17

1.4.2 Kontribusi Bagi Para Praktisi.……..... 18

BAB II TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS... 20

2.1 Pengertian Restrukturisasi Perusahaan……..... 20

2.2 Fenomena Restrukturisasi Perusahaan .....…….…..... 25

2.3 Jenis-Jenis Restrukturisasi Perusahaan..... 28

2.3.1 Restruktursasi Keuangan……..... 29

2.3.2 Restrukturisasi Portofolio..... 35

2.3.3 Restrukturisasi Organisasi.....…..... 41

2.3.4 Restrukturisasi Manajerial....……..... 43

2.4 Restrukturisasi Perusahaan dan Kinerja Perusahaan..... 45

2.5 Pengembangan Hipotesis……..... 69

BAB III METODE PENELITIAN…….....……..... 84

3.1 Populasi dan Sampel Penelitian……..... 84

3.2 Jenis dan Sumber Data .....…..... 84

3.3 Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel Penelitian..... 85
3.4 Teknis Analisis Data..... 91
BAB IV HASIL ANALISIS DAN PEMBAHASAN..... 94
4.1 Deskripsi Data Penelitian..... 94
4.2 Pengujian Statistik Deskriptif Nilai Tobin's Q Perusahaan Yang Melakukan Restrukturisasi..... 95
4.3 Pengujian Normalitas Nilai Tobin's Q Perusahaan Grup Yang Melakukan Restrukturisasi Right Issue..... 101
4.4 Pengujian Hipotesis..... 103
4.4.1 Pengujian Hipotesis 1..... 103
4.4.2 Pengujian Hipotesis 2..... 104
4.4.3 Pengujian Hipotesis 3..... 105
4.4.4 Pengujian Hipotesis 4..... 106
4.4.5 Pengujian Hipotesis 5..... 106
4.4.6 Pengujian Hipotesis 6..... 117
4.5 Pembahasan Hasil Penelitian..... 108
4.5.1 Pengaruh restrukturisasi hutang terhadap kinerja perusahaan grup dan nongrup..... 108
4.5.2 Pengaruh restrukturisasi right issue terhadap kinerja perusahaan grup dan nongrup..... 110
4.5.3 Pengaruh restrukturisasi divestasi terhadap kinerja perusahaan grup dan nongrup..... 112
4.5.4 Pengaruh restrukturisasi akuisisi terhadap kinerja perusahaan grup dan nongrup 115
4.5.5 Pengaruh restrukturisasi OPEX terhadap kinerja perusahaan grup dan nongrup..... 117
4.5.6 Pengaruh restrukturisasi PHK terhadap kinerja perusahaan grup dan nongrup 119
BAB V Kesimpulan, Impilkasi dan Saran..... 122
5.1 Kesimpulan..... 122
5.2 Implikasi 123
5.2.1 Implikasi Teoriti..... 124
5.2.2 Implikasi Praktis..... 125
5.3 Saran..... 126

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 4.1. Jenis restrukturisasi sampel perusahaan ……..……..	94
Tabel 4.2. Perbandingan jenis restrukturisasi Perusahaan Grup dan Non Grup.....	95
Tabel 4.3. Statistik Deskriptif Nilai Tobin's Q Perusahaan yang Melakukan Restrukturisasi.....	96
Tabel 4.4 Statistik Deskriptif Nilai Tobin's Q Perusahan yang Melakukan Restrukturisasi Right Issue....….....	99
Tabel 4.5. Uji Normalitas Nilai Tobin's Q Perusahan yang Melakukan Restrukturisasi Right Issue.....….....	102
Tabel 4.6. Wilcoxon Signed Rank Test Restrukturisasi Perusahaaan Grup dan Non Grup……....	103
Tabel 4.7 Hasil Uji Korelasi..... …….	105

DAFTAR GAMBAR

Halaman

Gambar 2.1 Kerangka Penelitian.....……..... 83

ABSTRACT

Many companies in Indonesia did restructuring in 1997 during the economic crisis, but the results varied after restructuring. After that economic crisis, the restructuring in Indonesia companies continued. Some of the companies were successful, but some others were not. Likewise, many researches show that the results varied and it has not been conclusive.

In developing countries, especially in Indonesia, there have not been many research results on corporate restructuring in-group and non-group companies. This encourages the researcher to analyze the effect of corporate restructuring on the performance of group and non-group companies in Indonesia. This study is different from previous studies, it examines nine types of industrial sectors grouped in-group and non-group companies, while the previous studies only examine one type of industrial sector group companies and non-group restructuring.

This study tested the effect of six types of restructuring: debt, right issue, divestment, acquisition, OPEX and layoffs towards the performance of group and non-group companies after restructuring.Tobin's Q was applied to proximate the company performance measurements. The current research sampled 132 issuers company listed in Indonesia Stock Exchange from 2011 to 2016 utilizing Purposive Sampling Methods. Having a small sample and non-normally distributed data, a non-parametric test of the Wilcoxon Signed Rank Test was a proper test in comparing two correlated data. The data analysis to obtain the effect magnitude of restructuring on the company performance was computed using Minitab program and eviews.

The results of the research show that in general group companies performed better after restructuring than non-group companies. This can be found in the types of debt restructuring, divestment, acquisition, OPEX and layoffs. There was only one type of restructuring, which had the same impact on performance after restructuring, that was the right issue restructuring. In this type of restructuring, there was no difference in performance between group companies and non-group companies. It was caused by the group companies and non-group companies with additional funds from investors that can be used for investment, expansion, restructuring and to improve capital structure.

The results of this study are expected to be useful for financial science, especially on theory corporate restructuring. In addition, the results of this study are expected to be useful for executives, managers, business analysts, and investors to determine the priority types of corporate restructuring to improve company performance.

Keywords: *corporate restructuring, company performance, business group, non-business group*

ABSTRAK

Banyak perusahaan di Indonesia melakukan restrukturisasi pada tahun 1997 ketika krisis ekonomi, namun hasilnya beragam setelah melakukan restrukturisasi. Pasca krisis ekonomi tersebut restrukturisasi perusahaan di Indonesia masih berlanjut dengan hasil juga beragam, ada yang berhasil namun ada juga yang tidak berhasil, begitu juga dengan hasil penelitian tentang restrukturissi masih beragam dan belum konklusif.

Di negara berkembang, khususnya di Indonesia, belum banyak hasil penelitian tentang restrukturisasi perusahaan pada perusahaan grup dan non grup . Hal ini memotivasi untuk dilakukan penelitian pengaruh restrukturisasi perusahaan terhadap kinerja perusahaan grup dan non grup di Indonesia. Penelitian ini berbeda dengan penelitian sebelumnya, penelitian ini meneliti sembilan jenis sektor industri yang dikelompok pada perusahaan grup dan non grup sedangkan penelitian sebelumnya hanya satu jenis sektor industri perusahaan grup dan non grup yang melakukan restrukturisasi.

Penelitian ini menguji pengaruh 6 jenis restrukturisasi yaitu hutang, *right issue*, divestasi, akuisisi, OPEX dan PHK terhadap kinerja perusahaan grup dan non grup setelah ada restrukturisasi. Pengukuran kinerja perusahaan diproxikan dengan Tobin's Q. Sampel penelitian adalah perusahaan emiten yang melakukan restrukturisasi perusahaan yang terdaftar di BEI dari tahun 2011 sampai dengan 2016, yaitu sebanyak 132 perusahaan yang dipilih dengan *purposive sampling method*. Sedangkan untuk menguji pengaruh restrukturisasi perusahaan terhadap kinerja perusahaan digunakan *Wilcoxon* Signed Rank Test, uji ini adalah uji non parametrik untuk mengukur perbedaan dua kelompok data berpasangan. Model non parametrik dipilih karena sampelnya kecil dan data berdistribusi tidak normal melalui program minitab dan *eviews*.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa secara umum perusahaan grup memiliki kinerja setelah restrukturasi lebih baik daripada perusahaan non grup. Ini ditemukan pada jenis restrukturisasi restrukturisasi hutang, divestasi, akuisisi, OPEX dan PHK. Hanya ada satu jenis restrukturisasi yang dampaknya sama pada kinerja setelah restrukturisasi yaitu restrukturisasi right issue. Pada jenis ini tidak ada perbedaan kinerja antara perusahaan grup dan non grup. Hal ini dikarenakan perusahaan grup dan non grup dengan tambahan dana dari pemodal dapat digunakan untuk kepentingan investasi, ekspansi, restrukturisasi, dan memperbaiki struktur modal.

Hasil penelitian diharapkan bermanfaat untuk ilmu keuangan khususnya teori restrukturisasi perusahaan. Selain itu, hasil penelitian ini diharapkan bermanfaat bagi eksekutif, manajer, analis bisnis, dan investor untuk menentukan prioritas jenis restrukturisasi perusahaan untuk meningkatkan kinerja perusahaan

Kata kunci: restrukturisasi perusahaan, kinerja perusahaan, perusahaan grup, perusahaan nongrup

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Penelitian

Restrukturisasi perusahaan merupakan salah satu strategi yang dapat membantu perusahaan menghadapi kinerja yang menurun, mengadopsi strategis baru dan mencapai kredibilitas di pasar modal, hal ini dapat berdampak besar pada nilai pasar perusahaan (Bowman & Singh, 2013). Meningkatnya persaingan, kemajuan teknologi yang cepat, pemegang saham yang menuntut dan meningkatnya kesulitan dalam bisnis sehingga menjadikan meningkatnya beban manajer untuk memberikan kinerja terbaik bagi pemegang saham (Lebans dan Euske, 2006).

Restrukturisasi merupakan penataan ulang struktur kepemilikan, operasional dan struktur lainnya dengan tujuan agar perusahaan lebih menguntungkan dan kinerjanya lebih baik (Norley et al.,2012). Restrukturisasi adalah perubahan yang signifikan pada strategi dan kebijakan terkait dengan komposisi aset, kewajiban dan modal serta operasional perusahaan (Weston et al., 2004). Restrukturisasi dapat merubah asset, kepemilikan dan penggabungan perusahaan dengan melakukan aliansi dengan tujuan untuk meningkatkan nilai perusahaan dan memaksimalkan kesejahteraan pemilik saham (Sulaiman, 2012).

Perusahaan yang telah direstrukturisasi secara efektif akan lebih ramping, lebih efisien, lebih terorganisir dan fokus pada bisnis intinya (Lebans dan Euske, 2006). Restrukturisasi yang telah disesuaikan oleh para manajer di beberapa

industri sehingga dapat merampingkan biaya, meningkatkan produktivitas dan pendapatan, meningkatkan kesejahteraan karyawan, meningkatkan kekayaan pemegang saham, meningkatkan efisiensi dan meningkatkan kinerja (Lal et al., 2013).

Berdasarkan pengertian diatas salah satu strategi untuk memperbaiki dan memaksimalkan kinerja perusahaan adalah dengan cara restrukturisasi. Jika kita mendengar istilah atau kata restrukturisasi perusahaan, yang ada dipikiran kita, seolah-olah membicarakan perusahaan yang sedang menurun. Padahal restrukturisasi yang dilakukan perusahaan tidak harus menunggu kinerja perusahaan menurun, namun dapat dilakukan setiap kali, agar perusahaan dapat bersaing dan tumbuh berkembang.

Perusahaan yang mengalami penurunan kinerja atau tidak sehat, maka perusahaan perlu melakukan pembenahan atau restrukturisasi supaya segera lepas dari krisis melalui berbagai strategi antara lain bidang keuangan, portofolio perusahaan, perampingan manajemen dan sumber daya manusia serta perbaikan sistem pengelolaan perusahaan.

Perusahaan dalam keadaan normal atau sehat, perlu juga melakukan restrukturisasi dan perbaikan serta pengembangan perusahaan dengan melakukan akuisisi, merger dan diversifikasi supaya dapat terus unggul dalam persaingan, atau paling tidak dapat bertahan. Perusahaan yang berhenti melakukan inovasi dalam kondisi persaingan yang semakin global, akan terlindas oleh para pesaing.

Di Indonesia strategi restrukturisasi menjadi hal dilakukan oleh 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. Namun beberapa perusahaan lainnya dapat selamat dari kebangkrutan karena mengambil langkah cepat dalam melakukan restrukturisasi keuangan. Saat ini restrukturisasi di Indonesia masih dilaksanakan oleh perusahaan dengan hasil yang beragam, ada yang berhasil namun ada juga yang tidak berhasil dalam melakukan restrukturisasi. Berikut ini beberapa contoh perusahaan yang melakukan restrukturisasi. Saranacentral Bajatama Tbk (BAJA) merestrukturisasi utang senilai 20,6 juta US$ kepada perusahaan afiliasi yang memberikan pinjaman, yakni PT. Sarana Steel. Restrukturisasi yang dilakukan oleh perseroan yakni menggunakan skema perpanjangan jangka waktu pembayaran utang. Dengan adanya restrukturisasi ini, utang perseroan akan jatuh tempo pada tanggal 03 Oktober 2021 dari seharusnya jatuh tempo pada 03 Oktober 2016. Restrukturisasi ini akan berdampak yang baik bagi kondisi keuangan dan kelangsungan usaha perseroan (Silitonga, 2016). PT. Garuda Indonesia (Persero) Tbk, tahun 2015 adalah tahun konsolidasi bagi Garuda Indonesia untuk bisa rebound atau naik setelah mengalami tren penurunan, dengan pertumbuhan yang lebih baik. Untuk mewujudkan program tersebut, fokus pertama adalah melakukan optimalisasi sumber-sumber penerimaan perusahaan. Fokus kerja kedua adalah melakukan restrukturisasi biaya. Fokus ketiga adalah melakukan restrukturisasi keuangan (Buwono, 2014). PT. Nusantara Infrastructure Tbk, hanya dalam kurun waktu enam bulan berhasil mencatatkan total aset perseroan berhasil tumbuh 22,6 persen atau mengalami peningkatan sebesar Rp 455,8 miliar dibandingkan dengan total aset pada tanggal

31 Desember 2012. Pencapaian ini menjadi bertambahnya Saldo Kas dan Setara Kas Perseroan dari hasil Restrukturisasi Perseroan dan anak perusahaan yaitu Margautama Nusantara Tbk (MUN) senilai Rp 595 miliar (Sari, 2013). Penjelasan tersebut merupakan contoh program restrukturisasi yang berhasil dilakukan oleh beberapa perusahaan di Indonesia.

Program restrukturisasi perusahaan di Indonesia yang mengalami kegagalan yakni pada Astra Internasional Tbk (ASII) yang laba bersihnya terkoreksi hingga 22% menjadi Rp 3.1 triliun di akhir bulan Maret 2016. Laba turun akibat pendapatan berkurang. Menurut Presiden Direktur Astra, Prijono Sugiarto, Grup Astra mengalami penurunan pendapatan alat berat dan pertambangan serta agribisnis. Bersamaan dengan itu, terdapat penurunan kontribusi pendapatan bersih dari Toyota Sales Operations, setelah pelaksanaan restrukturisasi model distribusi dua tingkat (*two-tiered*), (Kusuma, 2016). Hal yang sama juga dialami oleh PT. Holcim Indonesia Tbk yang telah menyelesaikan restrukturisasi dan integrasi dengan PT. Lafarge Cement Indonesia pada tahun 2015, yang berdampak penurunan pendapatan 2.6% menjadi Rp 9.2 triliun dari Rp 9.484 triliun pada tahun 2014. Perusahaan mencatat laba sebesar Rp 175 milyar, turun dari Rp 660 milyar pada tahun 2014 (Alexander, 2016)

Strategi restrukturisasi perusahaan terdiri dari 3 model; restrukturisasi keuangan, portofolio dan organisasi (Bowman dan Singh, 2013). Restrukturisasi keuangan suatu proses untuk menghindari likuidasi (kebangkrutan) perusahaan. Biasanya melibatkan pihak ketiga guna mencapai kesepakatan untuk melaksanakan klaim kreditor berdasarkan persyaratan dan ketentuan tertentu (Lal

et al.,2013). Restrukturisasi keuangan bisa dilakukan dengan bentuk meningkatkan likuiditas, mengurangi risiko, menghindari kehilangan kontrol, menurunkan biaya modal, dan memperbaiki nilai pemilik saham serta alasan lainnya (Cascio, 2012). Salah satu contoh perusahaan di Indonesia yang melakukan restrukturisasi keuangan adalah PT. Garuda Indonesia (Persero) Tbk.

Restrukturisasi portofolio merupakan perubahan bentuk kepemilikan dengan melakukan sell-off atau jenis aset lain yang tidak diinginkan dengan mengganti aset yang diinginkan (Maria et al., 2015). Restrukturisasi portofolio yang mengarah pada menjual lini bisnis yang kurang penting. Restrukturisasi portofolio sebenarnya rekonstruksi lini bisnis perusahaan baik dengan meningkatkan atau menurunkan melalui diversifikasi atau divestasi. Contoh perusahaan di Indonesia yang melakukan restrukturisasi portofolio antara lain adalah PT. Indofood Sukses Makmur Tbk, PT. Bank CIMB Niaga dan PT. Holcim Indonesia Tbk..

Restrukturisasi organisasi berawal dari adanya perubahan kebijakan sumber daya manusia (Bowman & Singh, 2013). Kebijakan sumber daya manusia di organisasi saat ini perlu diubah sesuai dengan skenario perubahan. Departemen sumber daya manusia perlu mengaktifkan manajemen perubahan. Burnes (2004) menunjukkan bahwa rasionalisasi struktur pembayaran harus dilakukan untuk menjaga ekuitas internal dan eksternal di antara karyawan, serta memotivasi mereka untuk menjadi lebih produktif.

Restrukturisasi organisasi dengan melakukan perampingan sumber daya manusia, mengubah struktur organisasi untuk bersama-sama dengan strategi

bisnis baru (Liu dan Jiang, 2004). Ada gejala yang mengindikasikan perlunya restrukturisasi organisasi (Hane, 2012). Adapun gejala tersebut meliputi: komunikasi organisasi tidak konsisten, terfragmentasi, dan tidak efisien, teknologi dan atau inovasi menciptakan perubahan alur kerja dan proses produksi, peningkatan atau penurunan staf secara signifikan perlu dipertimbangkan; keterampilan dan kemampuan baru dibutuhkan untuk memenuhi kebutuhan operasional saat ini atau yang diharapkan, akuntabilitas untuk hasil tidak dikomunikasikan dan diukur secara jelas sehingga menghasilkan penilaian kinerja yang subjektif dan bias, retensi personil dan omset menjadi masalah yang signifikan, dan produktivitas tenaga kerja stagnan atau moral yang memburuk.

Pada dasarnya setiap perusahaan dapat memilih dan menerapkan salah satu jenis restrukturisasi, namun bisa juga melakukan beberapa jenis restrukturisasi secara keseluruhan disaat yang sama, karena aktifitas restrukturisasi saling terkait. Pada umumnya sebelum melakukan restrukturisasi, manajemen perusahaan perlu melakukan penilaian secara komprehensip atas semua permasalahan yang dihadapi perusahaan, langkah tersebut umum disebut sebagai *due diligence* atau penilaian uji tuntas perusahaan. Hasil penilaian ini sangat berguna untuk melakukan langkah restrukturisasi yang perlu dilakukan berdasar skala prioritasnya.

Beberapa tahun terakhir restrukturisasi perusahaan mengalami peningkatan sehingga menjadi fenomena bagi para akademisi dan pembuat kebijakan perusahaan untuk dilakukan penelitian dampak dari restrukturisasi perusahaan. Penelitian dengan menggunakan bentuk-bentuk restrukturisasi

perusahaan dan kinerja perusahaan telah dilakukan sebelumnya. Tetapi menghasilkan temuan yang berbeda dari peneliti yang satu dengan peneliti yang lain. Hasil temuan yang berbeda *(Research gap)* dari para peneliti terdahulu berkenaan dengan variabel-variabel kinerja perusahaan dan restrukturisasi perusahaan sebagai berikut: Pertama yaitu restrukturisasi keuangan. Bentuk dari restrukturisasi keuangan yang telah diteliti sebelumnya antara lain yaitu : Restrukturisasi hutang, penerbitan saham baru, kepemilikan saham bagi karyawan (ESOP) dan *deviden cut*.

Sejumlah penelitian yang menguji pengaruh restrukturisasi keuangan terhadap kinerja perusahaan telah dilakukan dan menampakkan hasil yang berbeda. Dampak restruktururisasi hutang hasilnya bisa positif tapi juga bisa negatif. Hasil penelitiannya Berger dan Bonaccorsidipati (2006), Kalay et al., (2007), Mwangi (2010), Javed dan Akhtar (2012), Magara (2012), Musiega et al., (2013), Yegonet et al., (2014). menetapkan bahwa ada hubungan positif antara hutang dan profitabilitas, peningkatan pendapatan operasional, financial kinerja, dan pertumbuhan.

Namun hasil penelitian Pathak (2011), Khan (2012), Saeed etal.,(2013) dan Yegon, C.et al. (2014), bahwa hutang memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap kinerja perusahaan. Temuan yang sama oleh Mesquita dan Lara (2003), Abor (2005) Guo (2006), Ebaid (2009), Al Farouque et al., (2009), Salim dan Yadav (2012), dan Khan (2012) bahwa hutang berhubungan negatif dengan *return on equity*, *return on asset*, kinerja operasi dan EPS . Penelitian yang menguji penerbitan saham baru (*right issue*) oleh Buschmann (2006) menemukan korelasi

positif yang signifikan antara penerbitan saham baru dan cash flow untuk perusahaan “bermasalah”. Sedangkan hasil penelitiannya Sudarsanam dan Lai (2001) dan Eichner (2010) penerbitan saham baru memberikan negative dan tidak signifikan terhadap *cash flow*.

Jenis kedua yaitu restrukturisasi portofolio, adapun bentuk restrukturisasi portofolio yang telah diteliti antara lain sebagai berikut: Divestasi, merger, akuisisi, produk baru, diversifikasi, *split-off*, dan *takeover*. Penelitian yang menguji pengaruh divestasi terhadap kinerja yang dilakukan oleh Sun (2012) hasilnya bahwa divestasi berdampak positif pada *cash flow* atau kinerja operasi, profitabilitas dan return saham perusahaan. Eichner (2010) membuktikan bahwa divestasi berdampak positif pada *cash flow* atau kinerja hal ini menunjukkan bahwa divestasi aset untuk mengatasi kesulitan merupakan metode yang digunakan oleh perusahaan. Sedangkan Hite dan Owers (1983) dan Sanders (2001), menemukan reaksi yang negatif pengumuman divestasi (spin-off) terhadap return saham.

Banyak penelitian empiris yang menguji dampak Merger & Akuisisi terhadap kinerja keuangan perusahaan. Misalnya penelitian Ismail et al. (2010), profitabilitas mengalami kenaikan signifikan setelah M & A. Studi yang dilakukan oleh Lau et al. (2008) yang membandingkan kinerja *pre-merger* dengan *post-merger* memberikan bukti bahwa merger memperbaiki kinerja operasi pasca merger. Eichner (2010), Buschmann (2006) dan Sudarsanam dan Lai (2001). Hoberg dan Phillips (2010), menemukan hubungan positif antara peningkatan cash flow positif pasca merger. Sedangkan penelitian lain tentang merger

memberikan hasil yang berbeda antara antara lain penelitiannya Pazarskis et al (2006), Altiol-Yilmaz (2011), Oduro dan Agyei (2013) dan Rashid dan Naeem (2016) bahwa merger tidak memiliki pengaruh yang signifikan pada rasio profitabilitas, likuiditas dan leverage pada perusahaan.

Oghuvwu & Omoye (2016), Eichner (2010), Buschmann (2006), Sudarsanam dan Lai (2001) dalam penelitiannya menemukan bahwa akuisisi berdampak positif pada cash flow, meningkatkan citra perusahaan, meningkatkan laba perusahaan dan pertumbuhan. Sedangkan Yeh dan Hoshino (2002) hasil penelitiannya menemukan bahwa akuisisi memiliki dampak negatif pada kinerja operasi perusahaan.

Jenis ketiga yaitu restrukturisasi organisasi, adapun bentuk restrukturisasi organisasi yang telah diteliti antara lain: penjualan aset, pengurangan biaya operasional, mengubah belanja modal dan PHK. Penelitian tentang penjualan aset terhadap kinerja perusahaan oleh John dan Ofek (1995) yang mendokumentasikan bahwa peningkatan kinerja operasi setelah penjualan aset. Restrukturisasi organisasi memberikan dampak terhadap peningkatan pendapatan, profitabilitas, pengembalian aset setelah restrukturisasi dan pertumbuhan pasar, hasil penelitiannya Srivastava & Mushtaq (2011) dan Riany (2012). Sedangkan hasil penelitian Srivastava & Mushtaq (2011), Bowman dan Singh (2013) bahwa restrukturisasi organisasi (PHK) berdampak negatif pada kinerja. Hasil penelitian pengaruh PHK yang memberikan dampak negatif oleh penelitian Eichner (2010) bahwa pengumuman PHK memiliki dampak negatif yang signifikan pada *cash flow*. Buschmann (2006) perusahaan di Jerman yang “bermasalah” maka

perusahaan tersebut melakukan pengurangan jumlah karyawan dan tidak menemukan hubungan yang signifikan dengan *cash flow*. Hasil lain dampak perubahan belanja modal terhadap kinerja ditunjukan oleh penelitian Eichner (2010) yang melakukan analisis peningkatan dan penurunan belanja modal untuk penghematan dan tahap pemulihan untuk yang "bermasalah". Namun, tidak dapat membuktikan dampak signifikan dari perubahan belanja modal pada *cash flow*. Sudarsanam dan Lai (2001) menganalisis kontribusi peningkatan belanja modal pada tahap pemulihan tidak terdapat dampak signifikan dari peningkatan belanja modal. Penelitian Sudarsanam dan Lai (2001) tentang pengurangan biaya operasional pada kinerja ditemukan bahwa perusahaan melakukan restrukturisasi operasional (penghematan biaya) berhubungan dengan pemulihan.

Temuan yang dihasilkan dari penelitian sebelumnya masih beragam dan belum konklusif, yang berarti masih ada persoalan yang berkaitan dengan restrukturisasi perusahaan dalam mempengaruhi kinerja perusahaan. Hasil penelitian yang berbeda (*research gap)* dikarenakan pertama, penelitian yang menggunakan data primer kecenderungan hasilnya negatif dan tidak signifikan, karena peneliti memiliki beberapa keterbatasan seperti 1) Peneliti tidak mampu mengkontrol sikap responden selama pengumpulan data sehingga dapat mengurangi kualitas data. 2) Beberapa responden tidak memberikan informasi yang dianggap rahasia sehingga responden memberikan informasi tidak dapat diandalkan. 3) Beberapa kuesioner belum terjawab yang membuat sulit untuk menganalisis data di beberapa bagian. Hal ini dapat menyebabkan bias yang dapat mempengaruhi validitas dan reliabilitas. 4) Adanya keterbatasan jumlah respoden

dan beberapa responden karena jadwalnya terlalu sibuk sehingga tidak bisa berpartisipasi dalam penelitian untuk merespon kuesionar dan 5) Kurangnya kejujuran dan kerja sama oleh responden juga memperlambat laju pengumpulan data sehingga menyebabkan responden memberikan informasi yang tidak dapat dipercaya.

Kedua, keterbatasan periode waktu dalam penelitian yang dialamai oleh peneliti sebelumnya menjadi salah satu kendala dalam pengumpulan data yang dianalisis sehingga mengakibatkan penelitian tidak efektif. Ketiga, ukuran sampel yang kecil dalam penelitian dapat memberikan hasil penelitian yang negatif dan tidak signifikan. Keempat, bisa jadi perusahaan yang berafiliasi pada kelompok perusahaan (perusahaan grup) maupun yang tidak berafiliasi dalam kelompok (non-grup) mempengaruhi terjadinya *research gap*.

Terdapat temuan penelitian perusahaan grup dan non-grup yang melakukan restrukturisasi perusahaan terhadap kinerja perusahaan, yakni penelitian Chang dan Choi (1988) menemukan bahwa profitabilitas perusahaan Korea yang berafiliasi grup lebih baik daripada perusahaan independen dalam melakukan strategi diversifikasi, dikarenakan perusahaan yang berafiliasi memiliki struktur multidivisional yang lebih fleksibilitas dalam menanggapi perubahan lingkungan, meningkatkan koordinasi anggota dan kemudahan dalam restrukturisasi serta memiliki tugas yang cukup signifikan dalam menjaga sinergi perusahaan agar tercipta persaingan yang sehat dan mengoptimalkan kinerja perusahaan. Perusahaan grup juga memiliki "struktur hubungan", yang memfasilitasi hubungan sinergis antar perusahaan di dalam grup

Choi & Han (2013) bahwa pengumuman spin-in memberikan pengaruh signifikan terhadap *cumulative abnormal return* pada perusahaan yang berafiliasi dikeiretsu, sebaliknya pasar tidak merespon secara signifikan untuk pengumuman spin-in pada perusahaan non-keiretsu, hal ini menunjukkan bahwa restruktuirisasi dalam bentuk spin-in menguntungkan bagi perusahaan keiretsu. Hal ini dikarenakan perusahaan keiretsu telah mengubah dirinya menjadi organisasi lebih efisien melalui deregulasi baru-baru ini di pasar keuangan.

Studi empiris diatas menunjukkan bahwa tingkat keberhasilan restrukturisasi perusahaan yang berafiliasi atau perusahaan grup lebih baik dibanding perusahaan yang tidak berafiliasi, dikarenakan restrukturisasi perusahaan yang dilakukan oleh perusahaan yang berafiliasi dalam satu grup lebih mudah dibandingkan dengan perusahaan nongrup. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang berafiliasi dalam grup cenderung berhasil dalam melakukan tindakan restrukturisasi dibandingkan perusahaan yang tidak berafiliasi dalam grup. Hal ini disebabkan karena perusahaan grup mempunyai kelebihan. Adapun kelebihan perusahaan grup antara lain sebagai berikut: kemandirian resiko, hak pengawasan yang lebih besar, lebih efisien dalam operasional, sumber modal lebih mudah dan keputusan yang diambil lebih akurat (Fajartratmojo, 2017). Selain penjelasan kelebihan perusahaan grup diatas, Montgomery (1994) memiliki pandangan terkait dengan perusahaan grup, yaitu pandangan kekuatan pasar (*market power view*) dan sumber daya (*resources based view*). Perusahaan yang berada dalam grup mempunyai keuntungan berupa sumber finansial dan *sharing intangible dari* anggota yang berada dalam afiliasi

(Chang dan Hong, 2000).

Perusahaan grup atau lebih dikenal dengan sebutan konglomerasi merupakan topik yang selalu menarik perhatian, karena pertumbuhan dan perkembangan perusahaan grup yang tidak terkendali dapat menimbulkan monopoli terhadap suatu jaringan usaha. Disisi lain perusahaan grup itu dianggap diperlukan untuk mempercepat proses pembangunan perekonomian dalam suatu negara. *Black's Law Dictionary*, yang dimaksud dengan perusahaan kelompok atau holding company ialah "*a company form to control another company, usually confining its role to owning stock and supervising management*". Dari pengertian ini bahwa holding company atau perusahaan induk adalah suatu perusahaan yang bertujuan untuk memiliki saham dalam suatu perusahaan lain dan atau mengawasi serta mengatur satu atau lebih perusahaan lain tersebut.

Di Indonesia istilah perusahaan grup lebih dikenal dengan konglomerasi. Kata konglomerasi berasal dari kalimat bahasa inggris yaitu *conglomerate*. Menurut Black Law Dictionary pengertian conglomerate berarti "*a corporation that owns unrelated enterprises in wide variety of industry*. Perusahaan grup adalah entitas ekonomi yang dibentuk dari sekumpulan perusahaan yang merupakan perusahaan yang dikendalikan oleh perusahaan yang sama atau perusahaan pengendali itu sendiri. Mengendalikan perusahaan berarti memiliki kekuasaan untuk menunjuk mayoritas direkturnya. Kontrol perusahaan A oleh perusahaan B mungkin langsung (perusahaan B langsung memegang mayoritas hak suara di dewan manajemen perusahaan A) atau tidak langsung (B mengontrol perusahaan menengah C, D atau E, dll, yang dapat diminta untuk memilih dengan

cara yang sama di dewan manajemen A, dengan demikian memperoleh mayoritas hak).

Dari penjelasan diatas dapat disimpulkan bahwa konglomerasi atau perusahaan grup merupakan perusahaan yang memiliki hubungan yang sama atau berbeda dengan perusahaan-perusahaan dalam beragam jenis industri. Di Indonesia selain dengan istilah konglomerasi, juga dikenal dengan perusahaan grup. Perusahaan grup yang ada di Indonesia seperti PT. Bakrie & Brothers Tbk, PT. Indofood Sukses Makmur Tbk, Salim Group, Sinar Mas, Martha Tilaar Group dan lain-lain. Di Indonesia struktur kepemilikan perusahaan cenderung terkonsentrasi pada keluarga (Cleassens et al., 2000) dan penelitian yang dilakukan oleh La Porta, et al. (1999) tentang struktur kepemilikan 691 perusahaan publik yang ada di 27 negara dengan menggunakan konsep kepemilikan ultimat. Sehingga dengan adanya konsentrasi kepemilikan pada pihak tertentu sebagian pemegang saham yang memiliki posisi yang sangat kuat dan mampu mengendalikan manajer perusahaan demi kepentingan pemegang saham minoritas.

Penelitian ini bertitik tolak pada permasalahan yang telah diuraikan diatas: Pertama, terdapat fenomena gap pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang telah melakukan restrukturisasi perusahaan dengan hasil yang berbeda. Kedua, terdapat *research gap* hasil penelitian restrukturisasi operasional, portofolio dan keuangan. Hasil yang belum konklusif dan masih beragam dari penelitian pengaruh restrukturisasi perusahaan terhadap kinerja perusahaan. Ketiga, penelitian dampak restrukturisasi perusahaan pada kinerja

perusahaan grup dan perusahaan non-grup belum banyak dapat dipelajari di Indonesia. Berdasarkan hal tersebut peneliti termotivasi untuk meneliti pengaruh restrukturisasi perusahaan terhadap kinerja perusahaan pada perusahaan grup dan perusahaan nongrup. Karena diduga terdapat perbedaan keberhasilan restrukturisasi pada perusahaan grup dan perusahaan non-grup yang terdaftar di BEI.

Dengan demikian, berdasarkan kedua kesenjangan (*gap*) yang telah dikemukan diatas dan adanya pengembangan (kebaruan) terhadap penelitian sebelumnya maka rumusan masalah penelitian yang diajukan, adalah:

1.2 Rumusan Masalah

Penelitian restrukturisasi perusahaan di Indonesia yang berdasarkan jenis perusahaan grup dan perusahaan non-grup masih jarang dilakukan di Indonesia. Karena itulah maka peneliti bermaksud menjembatani penelitian sebelumnya untuk mengetahui perbedaan keberhasilan restrukturisasi keuangan, restrukturisasi portfolio dan restrukturisasi organisasi pada perusahaan grup dengan nongrup. Sehingga dapat diketahui strategi masing-masing jenis perusahaan dalam melaksanakan restrukturisasi perusahaan. Selain itu dapat menjawab permasalahan penelitian ini, dengan dikembangkan beberapa pertanyaan penelitian sebagai berikut:

1. Apakah restrukturisasi keuangan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan grup dan nongrup?
2. Apakah restrukturisasi portofolio berpengaruh terhadap kinerja perusahaan grup dan nongrup?

3. Apakah restrukturisasi organisasi berpengaruh terhadap kinerja perusahaan grup dan nongrup?

1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan utama dari penelitian ini adalah untuk menetapkan tingkat keberhasilan restrukturisasi perusahaan di Indonesia. Tujuan dari penelitian ini adalah:

1. Untuk menganalisa pengaruh restrukturisasi keuangan terhadap kinerja perusahaan grup dan nongrup.
2. Untuk menganalisa pengaruh restrukturisasi portfolio terhadap kinerja perusahaan grup dan nongrup.
3. Untuk menganalisa pengaruh restrukturisasi organisasi terhadap kinerja perusahaan grup dan nongrup.

1.4 Kontribusi Hasil Penelitian

Penelitian dimasudkan untuk menjawab fenomena yang terjadi terhadap hasil penelitian sebelumnya dan perkembangan kinerja perusahaan yang dipantau dari fenomena empirik restrukturisasi di Indonesia pada perusahaan yang terdaftar di BEI dengan menggunakan jenis-jenis restrukturisasi dan kinerja perusahaan. Hasil penelitian ini diharapkan bermanfaat bagi perkembangan ilmu keuangan khususnya restrukturisasi dan diharapkan bermanfaat bagi investor dan pengambil kebijakan.

Berdasarkan penjelasaan konsep restrukturisasi, latar belakang masalah dan tujuan maka penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi, yang

antara lain:

1.4.1. Kontribusi Dalam Pengembangan Ilmu

Terdapat hasil temuan yang berbeda dari penelitian sebelumnya yang berkenaan dengan restrukturisasi organisasi, keuangan dan portofolio terhadap kinerja perusahaan, hal ini menunjukkan bahwa belum adanya model dan konsep yang jelas tentang bentuk-bentuk restrukturisasi. Untuk itu, diperlukan pengembangan suatu konsep keterhubungan pengaruh dari beberapa bentuk restrukturisasi portofolio, restrukturisasi keuangan dan restrukturisasi organisasi terhadap kinerja perusahaan, apabila dibandingkan dengan penelitian sebelumnya, penelitian ini berbeda dengan penelitian sebelumnya dengan menawarkan beberapa kontribusi antara lain:

a. Penelitian terdahulu sampel hanya satu sektor industri, Chang dan Choi (1988) meneliti sektor manufaktur, Choi dan Han (2013) meneliti sektor keuangan dan Ramdas and Jyothi (2014) meneliti sektor teknologi informasi, sedangkan penelitian ini meneliti 9 jenis sektor industri yang dikelompok pada perusahaan grup dan nongrup yang melakukan restrukturisasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia
b. Studi ini menawarkan model restrukturisasi untuk perusahaan grup dan nongrup tindaklanjut dari penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Choi and Seung (2013) yang menunjukkan bahwa restruktuirisasi dalam bentuk spin-in menguntungkan pada perusahaan yang berafiliasi keiretsu, sebaliknya pasar tidak merespon signifikan untuk pengumuman spin-in pada perusahaan

non-keiretsu dengan demikian berkontribusi terhadap pentingnya penelitian lebih lanjut terkait dengan kinerja perusahaan.

c. Studi ini berkontribusi terhadap teori strategi di sektor keuangan maupun sektor bisnis, sebagai tindak lanjut dari kontribusi Lai dan Sudarsanam (1997), yang merupakan perintis restrukturisasi dengan menyatukan bidang ekonomi keuangan dan manajemen strategis. Dengan demikian, strategi restrukturisasi dapat dipertimbangkan untuk membangun kerangka restrukturisasi komprehensif dan integratif yang dapat memberikan kontribusi pentingnya penelitian lebih lanjut dampak restrukturisasi pada kinerja perusahaan bagi di Indonesia yang melakukan restrukturisasi.

1.4.2 Kontribusi Bagi Para Praktisi.

Studi ini akan berguna bagi eksekutif, manajer, analis bisnis, investor dan organisasi dalam transisi dan reorganisasi yang menginginkannya membangun hubungan antara restrukturisasi dan kinerja perusahaan. Berdasarkan konsep dan latar belakang masalah, serta tujuan penelitian, maka penelitian ini diharapkan akan memberikan manfaat, antara lain :

a. Penelitian ini diharapkan bermanfaat bagi perusahaan sebagai dasar guna menentukan prioritas bentuk restrukturisasi dalam rangka untuk peningkatan kinerja perusahaan.

b. Studi ini berkontribusi terhadap aplikasi dari berbagai strategi di sektor keuangan maupun sektor bisnis. Informasi yang terkandung dalam penelitian akan berguna dalam memberikan bukti empiris dampak strategi

restrukturisasi terhadap kinerja perusahaan yang dapat digunakan untuk peneliti lain dan dapat digunakan sebagai referensi oleh semua pemangku kepentingan di bidang strategi.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

2.1. Pengertian Restrukturisasi Perusahaan

Restrukturisasi perusahaan hal biasa terjadi di dunia usaha saat ini, perusahaan menata ulang divisi usahanya, merestrukturisasi aset dan memperbarui operasional perusahaan guna meningkatkan kinerja perusahaan. Tindakan tersebut memfasilitasi perusahaan untuk bereaksi dengan lebih cepat dan lebih efektif terhadap peluang baru dan adanya tekanan yang tidak diantisipasi (Lebans & Euske, 2006; Burnes, 2004). 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. Restrukturisasi sebagai salah satu alternatif strategi perusahaan untuk membantu perusahaan yang sedang mengalami penurunan kinerja, adanya peluang strategis baru yang dapat diadopsi dan dipasar modal kepercayaan perusahaan meningkat. Hal ini juga dapat berdampak besar pada nilai pasar perusahaan (Bowman & Singh, 2013).

Restrukturisasi memiliki pengertian yang cukup luas. Tidak hanya sebatas pada perubahan struktur keuangan, perubahan struktur organisasi, efisiensi, penjualan unit bisnis dan pemutusan hubungan kerja (PHK). Restrukturisasi menurut kamus Oxford berarti "menyajikan struktur baru, membangun kembali atau menata ulang". Sedangkan pada kamus Collins, restrukturisasi perusahaan adalah perubahan strategi bisnis sebuah perusahaan yang menghasilkan diversifikasi, menutup sebagian bisnis, dan lain-lain, untuk meningkatkan

profitabilitas jangka panjangnya. Pengertian ini bersifat umum dan mencakup segala hal yang tidak hanya organisasi, tetapi juga hal-hal yang bersifat abstrak. Arah perubahan yang dilakukan juga tidak dijelaskan dan bersifat umum.

Ruang lingkup restrukturisasi perusahaan meliputi peningkatan ekonomi (*cost reduction*) dan perbaikan efisiensi (profitabilitas). Ketika sebuah perusahaan ingin tumbuh atau bertahan dalam lingkungan yang kompetitif, perusahaan perlu merestrukturisasi dirinya sendiri dan fokus pada keunggulan kompetitifnya. Kelangsungan hidup dan pertumbuhan perusahaan bergantung pada kemampuan perusahaan untuk mengumpulkan sumber daya perusahaan dan menggunakannya secara optimal.

Restrukturisasi bukan hanya untuk perusahaan bermasalah, tapi dapat juga digunakan untuk mengkonversi perusahaan yang berkinerja kurang baik menjadi perusahaan yang lebih baik. Sebagian besar perusahaan yang distress dapat diselamatkan jika tindakan yang dilakukan tepat waktu. Tapi, manajemen sering mengindikasikan keengganan untuk melihat kenyataan yang ada pada perusahan, sehingga sering menolak untuk fokus pada masalah sebenarnya. Restrukturisasi melibatkan tiga tugas utama: (i) mengidentifikasi masalah, (ii) mengidentifikasi dan melaksanakan solusi, dan, (iii) menemukan sumber daya untuk menjaga agar perusahaan tetap berjalan sampai restrukturisasi berlangsung (Vance, 2009). Restrukturisasi berarti adanya perubahan pada perusahaan dan terdapat ketidaknyamanan yang dirasakan sebagian pegawai dengan perubahan, terutama adanya perubahan dengan melakukan restrukturisasi (Wayhan & Werner, 2010). Perubahan akan berjalan dengan baik apabila orang mengerti mengapa perusahaan

sedang direstrukturisasi dan bagaimana hal itu direstrukturisasi (Tichacek, 2006). Sumber daya manusia yang baik bisa mendorong perusahaan jauh lebih cepat baik, sedangkan sumber daya manusia yang tidak baik dapat merusak perusahaan. Sumber daya manusia biasa-biasa saja dan bahkan rata-rata bisa membuat kemajuan perusahaan lamban. Oleh karena itu restrukturisasi melibatkan keseimbangan antara kumpulan orang-orang terbaik dan pengelolaan biaya (Vance, 2009).

Prinsip yang paling mendasar untuk melakukan restrukturisasi perusahaan adalah untuk meningkatkan keberlanjutan jangka panjang dan eksistensi perusahaan secara terus-menerus melalui efisiensi dan efektivitas biaya (Yoon, 2008). Restrukturisasi perusahaan dimaksudkan untuk bereaksi terhadap krisis atau menjadi bagian dari rencana awal perusahaan untuk bertahan hidup. Restrukturisasi merupakan proses yang panjang dan melelahkan, hal ini membuat banyak tugas yang menantang dan memerlukan analisis manfaat dan biaya sosial. Sementara itu, evaluasi strategis teknik *re-engineering*, restrukturisasi dan perampingan dianggap sebagai model manajemen yang menonjol. Dengan demikian maka perusahaan dapat sepenuhnya mempengaruhi kompetensi inti dalam menghasilkan daya saing yang superior (Morden, 2007).

Restrukturisasi merupakan induk dari berbagai upaya perusahaan untuk memperbaiki kinerja di masa depan. Restrukturisasi korporat (*corporate restructuring*) pada prinsipnya merupakan kegiatan atau upaya untuk menyusun ulang komponen-komponen perusahaan supaya masa depan korporat memiliki kinerja yang lebih baik. Restrukturisasi perusahaan telah dipelajari secara

ekstensif dalam literatur manajemen strategis sebelumnya (Markides, 1995). Restrukturisasi, sering disebut sebagai *downsizing* atau *delayering*, melibatkan pengurangan perusahaan di bidang tenaga kerja, unit kerja atau divisi, ataupun pengurangan tingkat jabatan dalam struktur oganisasi perusahaan. Menurut beberapa ahli, pengertian restrukturisasi adalah sebagai berikut:

Secara umum, restrukturisasi adalah serangkaian tindakan penentu spesifik yang diambil untuk meningkatkan daya saing perusahaan (Crum dan Goldberg, 1998). Restrukturisasi, sering disebut sebagai *downsizing* atau *delayering*, melibatkan pengurangan perusahaan di bidang tenaga kerja, unit kerja atau divisi, ataupun pengurangan tingkat jabatan dalam struktur organisasi perusahaan. Pengurangan skala perusahaan ini diperlukan untuk memperbaiki efisiensi dan efektifitas (David F., 1997).

Pengertian lain restrukturisasi adalah sebagai "perubahan kepemilikan, diversifikasi bisnis, aset, bergabung dan aliansi dengan maksud untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham dan meningkatkan nilai perusahaan (Sulaiman, 2012)." Restrukturisasi merupakan bentuk tindakan guna penataan ulang struktur kepemilikan, operasional atau struktur lain suatu perusahaan dengan tujuan menjadi lebih baik dan menguntungkan, menurut (Norley et al., 2012). Alasan restrukturisasi mencakup perubahan struktur kepemilikan atau kepemilikan, demerger, respons terhadap krisis atau perubahan besar dalam bisnis seperti kebangkrutan, reposisi atau pembelian. Perusahaan yang telah direstrukturisasi secara teoritis lebih ramping, lebih efektif, lebih efisien, lebih terorganisir dan fokus pada bisnis intinya dengan rencana strategis dan keuangan

yang telah direvisi (Lebans dan Euske, 2006). Restrukturisasi telah dilakukan oleh para manajer di beberapa industri sehingga dapat mengefisiensikan biaya, meningkatkan produktivitas dan pendapatan, meningkatkan kesejahteraan karyawan, meningkatkan kekayaan pemegang saham, meningkatkan efisiensi dan meningkatkan kinerja, menurut (Lalet al., 2013).

Berdasarkan Undang-undang nomor 19 tahun 2003 tentang BUMN (pasal 1 ayat 11), restrukturisasi adalah upaya yang dilakukan dalam rangka penyehatan BUMN yang merupakan salah satu langkah strategis untuk memperbaiki kondisi internal perusahaan guna memperbaiki kinerja dan meningkatkan nilai perusahaan. Definisi lain yang lebih spesifik diperoleh dari restrukturisasi adalah perubahan yang signifikan pada strategi dan kebijakan terkait dengan komposisi aset, kewajiban dan modal serta operasional perusahaan (Weston et al., 2004). Dalam definisi ini dijelaskan bahwa hanya perubahan yang signifikan saja yang dianggap sebagai restrukturisasi. Sementara, perubahan kecil hanya dianggap perbaikan (*refinement*). Berdasarkan definisi tersebut kemudian dirumuskan berbagai strategi yang dapat dilakukan perusahaan untuk mengubah struktur aset, kewajiban dan modal termasuk model bisnis. Lebih khusus lagi, restrukturisasi perusahaan mengacu pada perubahan dalam konfigurasi aset perusahaan yang dikombinasikan dengan perubahan strategi perusahaannya (Hoskisson dan Turk, 1990).

Dengan mengintegrasikan definisi yang ada, jadi restrukturisasi perusahaan merupakan kumpulan strategis sebagai konsekuensi dari persaingan di pasar pada tingkat perusahaan yang bertujuan untuk meningkatkan daya saing

perusahaan. Terbukti dari definisi bahwa restrukturisasi perusahaan adalah konsep multi dimensi yang berfokus pada spektrum aspek yang luas. Kenyataannya, inisiatif strategis perusahaan, seperti merger dan akuisisi (M & A), divestasi, konsolidasi, dan rekapitalisasi leverage tergabung dalam konsep ini (Markides, 1995).

Adapun tujuan dari restrukturisasi adalah untuk meningkatkan pendapatan dari eksploitasi sumber daya perusahaan (Wu dan Delios 2009). Untuk memperbaiki dan memaksimalisasi kinerja perusahaan. Restrukturisasi perusahaan berkaitan dengan penyusunan kegiatan usaha perusahaan secara keseluruhan untuk mencapai tujuan tertentu yang telah ditentukan sebelumnya di tingkat perusahaan (Bramantyo Djohanputro, 2004).

2.2. Fenomena Restrukturisasi Perusahaan

Banyak perusahaan yang telah melakukan restrukturisasi agar perusahaan terus berfungsi dengan baik. Beberapa kasus perusahaan yang mengalami kerugian besar, restrukturisasi dianggap menjadi alternatif paling efektif dalam menyehatkan perusahaan kembali karena dapat memperbaiki dan memaksimalkan kinerja perusahaan. Restrukturisasi digunakan sebagai alat untuk menyelesaikan krisis dalam kinerja perusahaan. Kebutuhan untuk mengatasi kesulitan keuangan pada umumnya dan kepailitan pada khususnya telah menjadi agenda dari para akademisi dan praktisi selama bertahun-tahun telah menarik perhatian kasus kepailitan Lehman Brothers, General Motors, American Airlines dan Eastman Kodak. Lehman Brothers dijual sedikit demi sedikit dan kini sudah tidak ada lagi, sedangkan General Motors berhasil bangkit dari kepailitan. Namun, yang mampu

bangkit dari kepailitan bukan jaminan untuk kesuksesan berikutnya, misalnya ditunjukkan oleh studi kasus US Airways. Setelah selamat dari kepailitan awal, US Airways harus mengajukan kepailitan perlindungan kepailitan. Akhirnya, perusahaan ini bergabung dengan pesaing America West pada tahun 2005.

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. Saat ini ditengah membaiknya ekonomi Indonesia, restrukturisasi di Indonesia masih kerap terjadi dan restrukturisasi telah dilaksanakan dengan hasil yang beragam, ada yang berhasil namun ada juga yang tidak berhasil dalam melakukan restrukturisasi. Berikut ini beberapa contoh perusahaan yang melakukan restrukturisasi;

Saranacentral Bajatama Tbk merestrukturisasi hutang senilai 20.6 juta US$ kepada perusahaan afiliasi yang memberikan pinjaman, yakni PT. Sarana Steel. Restrukturisasi yang dilakukan oleh perseroan yakni menggunakan skema perpanjangan jangka waktu pembayaran utang. Dengan adanya restrukturisasi ini, utang perseroan akan jatuh tempo pada tanggal 03 Oktober 2021 dari seharusnya jatuh tempo pada 03 Oktober 2016. Restrukturisasi ini akan berdampak yang baik

bagi kondisi keuangan dan kelangsungan usaha perseroan (Silitonga, 2016). PT. Garuda Indonesia (Persero) Tbk, tahun 2015 adalah tahun konsolidasi bagi Garuda Indonesia untuk bisa rebound atau naik setelah mengalami tren penurunan, dengan pertumbuhan yang lebih baik. Untuk mewujudkan program tersebut, fokus pertama adalah melakukan optimalisasi sumber-sumber penerimaan perusahaan. Fokus kerja kedua adalah melakukan restrukturisasi biaya. Fokus ketiga adalah melakukan restrukturisasi keuangan, (Buwono, 2014).

PT. Nusantara Infrastructure Tbk, hanya dalam kurun waktu enam bulan berhasil mencatatkan total aset perseroan berhasil tumbuh 22,6 persen atau mengalami peningkatan sebesar Rp 455,8 miliar dibandingkan dengan total aset pada tahun 2012. Pencapaian ini menjadikan bertambahnya Saldo Kas dan Setara Kas Perseroan dari hasil Restrukturisasi Perseroan dan anak perusahaan perseroan, Margautama Nusantara Tbk senilai Rp 595.000.000.000, (Sari, 2013). Penjelasan tersebut merupakan contoh program restrukturisasi yang berhasil dilakukan oleh beberapa perusahaan di Indonesia.

Astra Internasional Tbk terkoreksi laba bersih hingga 22% menjadi Rp 3,1 triliun di akhir Maret 2016. Laba turun akibat pendapatan berkurang. Menurut Presiden Direktur Astra, Prijono Sugiarto, Grup Astra mengalami penurunan pendapatan alat berat dan pertambangan serta agribisnis. Bersamaan dengan itu, terdapat penurunan kontribusi pendapatan bersih dari Toyota Sales Operations, setelah pelaksanaan restrukturisasi model distribusi dua tingkat (*two-tiered*), (Kusuma, 2016) Hal yang sama juga dialami Holcim Indonesia Tbk setelah melakukan restrukturisasi dan integrasi dengan PT Lafarge Cement Indonesia

tahun 2015, pendapatan mengalami penurunan sebesar 2.6% menjadi Rp 9.2 triliun dari Rp 9.484 triliun tahun 2014 dan perusahaan mencatat laba sebesar Rp 175.000.000.000 turun dari Rp 660.000.000.000 tahun 2014 (Alexander, 2016).

2.3 Jenis-Jenis Restrukturisasi Perusahaan

Strategi restrukturisasi perusahaan bergantung pada sifat bisnis, jenis diversifikasi yang dibutuhkan, dan menghasilkan keuntungan melalui penyatuan sumber daya secara efektif, pemanfaatan sumber daya yang tidak berguna, dan manajemen persaingan yang efektif (Maria et al., 2015). Merencanakan jenis restrukturisasi memerlukan studi bisnis yang terperinci, permintaan bisnis yang diharapkan, sumber daya yang tersedia, sumber daya yang digunakan dan analisis pesaing serta dampak lingkungan. Intinya adalah strategi restrukturisasi yang tepat memberikan sinergi yang optimal bagi organisasi yang terlibat dalam proses restrukturisasi (Wu & Delios, 2009).

Proses restrukturisasi membutuhkan berbagai aspek yang harus dipertimbangkan sebelum, selama dan setelah restrukturisasi. Aspek tersebut adalah: penilaian dan pendanaan; masalah hukum dan prosedural; aspek perpajakan; aspek akuntansi; aspek kompetisi; dan sinergi manusia dan budaya. Berdasarkan analisis dari berbagai aspek maka jenis strategi yang tepat dapat dipilih (Maria et al., 2015).

Jenis-jenis restrukturisasi perusahaan antara lain;, restrukturisasi keuangan, restrukturisasi portofolio, restrukturisasi operasional dan restruktuturisasi manajerial Lai dan Sudarsanam (1997) dan Eichner (2010). Berikut penjelasan jenis-jenis restrukturisasi perusahaan:

2.3.1. Restrukturisasi Keuangan

Restrukturisasi ini akan merubah struktur kepemilikan atau control, struktur keuangan perusahaan guna meningkatkan nilai perusahaan. Nilai perusahaan dapat diciptakan melalui peningkatan efisiensi keuangan, mencapai pertumbuhan dan rasionalisasi yang menguntungkan dan keluar dari bisnis yang tidak menguntungkan dengan melikuidasi modal yang tidak produktif dan membatasi investasi dalam proyek yang menguntungkan.

Restrukturisasi keuangan juga merupakan proses yang diarahkan untuk menghindari likuidasi perusahaan. Untuk memutuskan klaim kreditor biasanya ada kesepakatan dengan pihak ketiga berdasarkan persyaratan dan ketentuan tertentu (Lal et al., 2013). Restrukturisasi keuangan bisa dilakukan dengan mengakhiri kesepakatan dengan kreditur, dimana perusahaan akan membayar dengan persyaratan yang berbeda dari yang semula diterima oleh perusahaan saat kredit dan perpanjangan pinjaman (Norley et al., 2012). Bentuk restrukturisasi keuangan ini memungkinkan perusahaan melanjutkan operasinya dan meminimalkan kerugian kreditur.

Restrukturisasi keuangan melibatkan perubahan struktur modal perusahaan biasanya untuk membiayai *leveraged buyout*, untuk membeli kembali saham dari investor ekuitas, atau untuk membayar dividen satu kali yang besar. Proses ini memungkinkan perusahaan menghadapi masalah arus kas dan kesulitan keuangan, untuk mengurangi dan menegosiasikan ulang hutang guna memperbaiki atau memulihkan likuiditas dan merehabilitasi sehingga dapat melanjutkan operasinya. Restrukturisasi keuangan dapat dilakukan dengan meningkatkan likuiditas,

menurunkan biaya modal, mengurangi risiko, menghindari kehilangan kontrol, memperbaiki nilai pemegang saham, dan alasan lainnya (Cascio, 2012). Restrukturisasi keuangan mencakup perubahan signifikan dalam struktur permodalan perusahaan, termasuk *leveraged buyout*, rekapitalisasi *leverage* dan *debt for equity swaps* (Cascio, 2012). Temuan Bowman dan Singh (2013) mengungkapkan bahwa restrukturisasi keuangan menghasilkan nilai ekonomi. Sebagian besar dari studi restrukturisasi keuangan termasuk *leveraged buyout* (LBO) dan pembelian manajemen (MBO).

Restrukturisasi keuangan merupakan perubahan modal termasuk utang *equity swap* dan *leveraged buyout* (Sulaiman, 2012). Restrukturisasi keuangan mengambil dana dari manajer dan membawanya kembali ke pemegang saham (Bethel dan Liebeskind, 1993). Konsekuensi dari pengambilan kembali oleh pemegang saham berarti bahwa manajer tidak memiliki *free cash flow* untuk ekspansi dan diversifikasi. Oleh karena itu kewenangan yang tersisa untuk Manajer adalah melakukan dengan efisiensi dan penjualan lini bisnis non-performing.

Hal ini didukung Bowman et al. (1999) yang memberikan tiga argumen mengapa restrukturisasi keuangan menjadi terkenal. Argumen pertama mendukung bahwa manajer memiliki insentif untuk memanfaatkan *cash flow*; yang didefinisikan sebagai uang ekstra yang tersisa setelah semua proyek didanai, kemudian digunakan untuk ekspansi bisnis baru yang tidak menghasilkan kekayaan bagi pemegang saham (Bethel & Liebeskind, 1993). Dalam hal ini, restrukturisasi keuangan dilakukan untuk mengembalikan uang kembali ke

pemegang saham. Argumen kedua sepakat dengan Bowman et al (1999) bahwa manajer memiliki informasi dari orang dalam mengenai nilai sebenarnya perusahaan dan memperolehnya dari pemegang saham eksternal dan bahwa tidak mampu untuk memperoleh swap dengan utang dari dukungan keuangan. Dalam argumen ini manajer memperoleh perusahaan dengan harga *undervalued* dan itu hanya masalah waktu bahwa dia mengkapitalisasi nilai penuh dari perusahaan. Ketiga, memberikan argumen yang menyebabkan restrukturisasi keuangan menjadi lebih terkenal karena transfer kekayaan (Bowman et al, 1999). Hal ini menunjukkan bahwa ada tidak nilai tambah selain redistribusi kekayaan dari pemegang obligasi kepada pemegang saham (Bowman et al, 1999). Kecenderungannya menunjukkan bahwa restrukturisasi keuangan penting ketika perusahaan tidak dalam kinerja yang buruk (Bethel & Liebeskind, 1993 dan Bowman et al, 1999).

Restrukturisasi keuangan dikatakan memiliki peningkatan statistik yang signifikan pada kinerja setelah restrukturisasi (Bowman et al., 1999). Restrukturisasi keuangan secara khusus menunjukkan perbaikan kinerja operasi pada jangka panjang dibandingkan dengan kinerja pra-restrukturisasi dan skala industri, peningkatan kekayaan pemegang saham dan tidak ada PHK yang berhubungan dengan restrukturisasi keuangan. Kesimpulannya, restrukturisasi keuangan adalah pilihan restrukturisasi dengan manfaat terjamin. Berikut tindakan yang dapat dikategorikan sebagai bentuk restrukturisasi keuangan;

2.3.1.1 Restrukturisasi Hutang

Restrukturisasi ini dianggap memenuhi persyaratan sebagai restrukturisasi

keuangan, jika perusahaan mengumumkan melakukan restrukturisasi utang, merupakan sebagian besar dari hasil kasus analisis portofolio utang yang melibatkan keputusan ekonomi, pajak, akuntansi dan hokum (Cascio, 2012). Untuk itu, restrukturisasi utang merupakan tindakan yang sangat penting bagi masa depan keuangan perusahaan sehingga seluruh proses perlu ditangani secara serius, efektif dan efisien.

Restrukturisasi hutang mengacu pada realokasi sumber daya atau perubahan dalam hal perpanjangan pinjaman sehingga debitur dapat mengembalikan pinjaman kepada kreditur. Ini adalah penyesuaian yang dilakukan oleh debitur dan kreditor untuk memperlancar kesulitan sementara dalam cara pelunasan pinjaman. Hal ini dapat dikategorikan menjadi dua jenis, dan ada banyak cara untuk melakukan proses restrukturisasi.

Restrukturisasi hutang adalah mekanisme dimana perusahaan dapat mengatur kembali kewajibannya yang terutang dengan menegosiasikan persyaratan dengan kreditur utama untuk meningkatkan kontinuitas operasinya. Restrukturisasi hutang merupakan langkah yang dapat ditempuh oleh debitur guna terhindar dari kepailitan, yang mana dengan restrukturisasi hutang yang tertuang dalam suatu perjanjian, debitur diberikan kelonggaran-kelonggaran tertentu dalam melunasi kewajibannya yaitu antara lain berupa *rescheduling*, *grace period*, *reconditioning*, *hair cut*, pengurangan atau pembebasan bunga yang tertunggak, pemberian utang baru, *debt for equityconversion*, sell-off aset yang tidak produktif dan *debt to asset swap*.

Restrukturisasi hutang bergantung pada banyak faktor seperti pengelolaan

keuangan debitur, arus masuk modal yang diproyeksikan, dan hubungan antara debitur dan kreditor. Hal ini dimaksudkan untuk membantu kedua pihak. Ini melibatkan kompromi yang dibuat oleh kreditor dan juga debitur untuk memastikan bahwa pinjaman tersebut dilunasi sepenuhnya kepada kreditur tanpa terlalu banyak kerugian finansial kepada debitur.

Restrukturisasi hutang merupakan salah satu alternatif untuk menyelesaikan kredit macet yang terjadi. Program Restrukturisasi hutang biasanya diberikan kepada Debitur yang kreditnya macet bukan karena Debitur tersebut nakal atau sengaja tidak mau membayar hutangnya tersebut. Biasanya ada 2 (dua) syarat yang dilihat oleh kreditur untuk merestrukturisasi hutang debitur. Yang pertama debitur tersebut adalah debitur bonafide artinya debitur tersebut adalah orang yang dikenal dalam dunia usaha dan kredibilitasnya dapat dipercaya. Syarat yang kedua adalah adanya penilaian dari kreditur bahwa usaha debitur termasuk usaha yang "*Going Concern*" atau usaha tersebut masih dianggap berprospek dan menguntungkan untuk tetap dilanjutkan.

2.3.1.2 Right Issue

Right issue merupakan upaya perusahaan untuk menambah dananya atau jumlah porsi kepemilikan saham di bursa efek ditambah. Perusahaan emiten melakukan right issue sebagai altematif untuk menambah modal karena biaya untuk melaksanakan right issue murah, mudah dan cepat. *Right issue* merupakan proses yang dilakukan oleh perusahaan guna memberikan hak kepada pemegam saham untuk membeli saham baru yang jumlahnya disesuaikan secara proporsional kepemilikan yang sudah dimiliki (Lawrence, 1987).

Dari defenisi tersebut dapat dilihat bahwa emiten memberikan hak kepada pemegang saham, ini berarti investor tidak terikat harus membelinya. Ini berbeda dengan saham bonus deviden saham, yang otomatis ditentukan oleh pemegang saham. Sedangkan *right issue* menurut Koetin (1995): Penawaran terbatas (dimana) semua pemegang saham perseroan harus diberi kesempatan untuk membeli terlebih dahulu saham-saham yang akan dikeluarkan menurut perbandingan jumlah saham yang tetap yang dimiliki masing-masing.

Umumnya tujuan dari *right issu*e ini adalah digunakan untuk menghimpun sejumlah dana fresh yang nantinya akan dipergunakan untuk ekspansi dalam usaha, untuk modal kerja ataupun membayarkan pinjaman. Beberapa dari tujuan lainnya yaitu digunakan untuk meningkatkan suatu porsi kepemilikan untuk pemegang saham, maupun untuk meningkatkan jumlah dari saham yang tengah beredar yang nantinya bisa lebih likuid dalam perdagangannya.

2.3.1.3 Initial Public Offering (IPO)

Initial Public Offering merupakan Penawaran Saham Perdana. *Initial Public Offering* adalah saham perusahaan yang pertama kali dijual untuk ditawarkan atau dijual kepada masyarakat. Oleh karena itu IPO yang telah dilakukan perusahaan sering disebut sedang "Go Public". Contoh PT Onie’s Brownies yang mau masuk ke Bursa. Sebelum melantai di bursa efek, akan ada initial public offering (IPO).

2.3.1.4 Employee Stock Option Plan

Employee Stock Option Plan merupakan rencana penghargaan opsi saham perusahaan terhadap kinerja pegawai. Melalui *Employee Stock Option Plan*,

pegawai atau karyawan memiliki hak untuk membeli saham perusahaan pada tanggal dan harga yang telah ditentukan.

2.3.2 Restrukturisasi Portofolio

Bentuk restrukturisasi portofolio berkisar pengurangan atau peningkatan lini bisnis dan unit bisnis. Tidak seperti restrukturisasi keuangan yang tampak dalam struktur kepemilikan perusahaan, restrukturisasi portofolio melihat ke berbagai lini bisnis, unit bisnis dan aliran pendapatan dan berusaha untuk merampingkan unit untuk output yang lebih baik yang akibatnya akan berkontribusi terhadap kinerja organisasi. Menurut Bowman et al. (1999), restrukturisasi portofolio dimaksudkan untuk fokus pada perusahaan dengan baik dan menjual unit usaha yang tidak berkinerja baik atau tidak inti serta untuk fokus pada perusahaan yang sehat.

Restrukturisasi portofolio merupakan perubahan bentuk kepemilikan dengan melakukan *sell-off* aset atau jenis aset lain yang tidak diinginkan dengan mengganti aset yang diinginkan (Maria et al., 2015). Restrukturisasi ini mencakup perubahan signifikan dalam perpaduan aset yang dimiliki oleh perusahaan atau lini bisnis di mana perusahaan beroperasi, termasuk likuidasi, divestasi, penjualan aset dan *spin-off* (Maria et al., 2015).

Tujuan dari kegiatan ini untuk memungkinkan perusahaan berkonsentrasi pada kompetensi inti dan untuk meningkatkan nilai pemegang saham (Prahalad & Hamel, 2003). Kegiatan pada restrukturisasi portofolio memiliki hubungan yang besar pada manajemen strategis yang dapat ditarik dalam manajemen strategis untuk menyelaraskan kegiatan usaha dengan visi dan misinya. Dalam keselarasan

ini, analisis SWOT dilakukan dan strategi yang ditetapkan tentang cara menggunakan pasar internal dan eksternal untuk memperoleh keunggulan kompetitif.

Restrukturisasi portofolio menekankan pentingnya mengembangkan kompetensi inti yang sejalan dengan strategi bisnis dan bukti dari empiris dan teoritis yang menunjukkan peningkatan kinerja sebagai hasil dari pengembangan kompetensi inti sesuai dengan strategi bisnis, dengan mengamati bahwa organisasi akan menemukan dirinya untuk melakukan restrukturisasi berikut pengembangannya (Youndt et al., 1996). Mengenai lini bisnis perifer, restrukturisasi portofolio dimunculkan, (Bowman et al., 1999).

Restrukturisasi portofolio sebagai tindakan yang berisiko, mahal dan sulit dalam implementasi (Bergh et al., 1998). Adapun bentuk restrukturisasi portofolio sebagai berikut: *sell asset, spin-off,* akuisisi, merger, divestasi, penutupan lini bisnis dan pembukaan lini bisnis baru (Bowman, et al, 1999; Bergh et al, 1998, Maria et al., 2015). Kinerja biasanya menjadi pendorong utama untuk melakukan restrukturisasi portofolio (Gibbs, 1993). Ketidakpastian lingkungan bisnis dapat menyebabkan divestasi atau akuisisi. Penjelasan lebih lanjut terkait dengan bentuk restrukturisasi portofolio sebagai berikut:

2.3.2.1 Merger

Merger adalah penggabungan dua perusahaan menjadi satu, dimana perusahaan yang menggabungkan diri mengambil atau membeli semua aset dan kewajiban atau liabilities perusahaan yang menerima Merger tersebut. Dengan begitu perusahaan yang melakukan Merger memiliki paling tidak 50% saham dan

perusahaan yang menerima Merger berhenti beroperasi dan pemegang sahamnya menerima sejumlah uang tunai atau saham di perusahaan yang baru .

Merger adalah kerja sama antara dua perusahaan menjadi satu. Merger dapat juga didefinisikan sebagai suatu proses penggabungan atau difusi dari 2 perseroan dengan salah satu dari perseroan tersebut tetap berdiri dengan nama perseroannnya dan perseroan yang satunya lenyap dimasukkan dalam perseroan yang tetap berdiri tersebut dengan segala nama serta kekayaannya. Merger dibedakan menjadi tiga macam, yaitu:

Merger horizontal, yaitu merger antara dua perusahaan yang sama jenis usahanya. Contoh margen antara perusahaan germen, merger antar perusahaan sepatu, merger antar perusahaan roti.

Merger vertikal, yaitu merger yang terjadi antara perusahaan-perusahaan yang saling berhubungan. Contoh merger vertikal yaitu: perusahaan ban merger dengan perusahaan mobil dan perusahaan benang merger dengan perusahaan kain.

Konglomerat, yaitu kerja sama antar berbagai perusahaan dengan produk-produk yang berbeda dan tidak ada kaitannya. Contoh perusahaan elektronik merger dengan perusahaan televisi, perusahaan makanan merger dengan perusahaan mobil. Tujuan dari konglomerat yaitu untuk menggapai pertumbuhan badan usaha secara cepat serta memperoleh hasil yang lebih baik, dengan cara saling bertukar saham antar dua persahaan yang bersatu

2.3.2.2 Akuisisi

Akuisisi dapat dimaknai adanya proses pengakuan. Pengakuan pada organisasi privat dan publik. Akuisisi adanya perubahan pergantian pemilik, atau

perubahan dominasi pada saham organisasi tersebut. Adapun pengertian akuisisi adalah adanya pengambil alihan kepemilikan saham dan atau pengambil alihan kepemilikan suatu organisasi bisnis (*profit making*) dan adanya perpindahan aset perusahaan ke perusahaan lainnya. Tetapi, perusahaan yang mengambil alih dan yang diambil alih masih tetap sebagai suatu organisasi badan hukum yang berbeda (tidak dilebur menjadi satu) dengan perusahaan yang mengakuisisi. Jadi akuisisi hanya pada pengambilalihan kekuasaan sebuah perusahaan dengan cara menguasai sebagian besar aset perusahaan atau saham perusahaan tersebut.

Berikut merupakan jenis akuisisi: Pertama, akuisisi horizontal, jenis akuisisi ini merupakan bentuk pengambilalihan kekuasaan pada suatu perusahaan oleh perusahaan dengan jenis bisnis yang sama. Misalkan perusahaan pertambangan diakuisisi oleh perusahaan pertambangan lainnya. Jenis kedua, akuisisi vertikal, adalah akuisisi yang dilakukan antara satu perusahaan dengan perusahaan lain di mana kedua perusahaan beroperasi di industri yang sama, namun menempati posisi yang berbeda dalam rantai pasokan industri dari hulu ke hilir. Tujuan dari akuisisi ini adanya kepastian ketersedian pasokan dan penjualan produk. Contoh, perusahaan B yang bergerak di bidang logistic diakuisisi perusahaan A yang bergerak di bidang produksi tekstil. Ketiga, akuisisi konglomerat, adalah proses akuisisi atau pengambilalihan sebagian besar kepemilikan atau saham atau aset pada suatu badan usaha yang tidak memiliki industri yang sama atau terkait secara vertical. Contohnya perusahaan pertambangan mengakuisisi perusahaan makanan atau minuman.

Pengertian akuisisi lainnya yakni akuisisi adalah ketika satu perusahaan

membeli sebagian besar atau seluruh saham perusahaan lain untuk mendapatkan kendali atas perusahaan itu. Pembelian lebih dari 50% saham perusahaan target dan aset lainnya memungkinkan pihak pengakuisisi untuk membuat keputusan tentang aset baru yang diperoleh tanpa persetujuan pemegang saham perusahaan. Akuisisi, sangat umum dalam bisnis, dapat terjadi dengan persetujuan perusahaan target, atau terlepas dari ketidaksetujuannya.

Perusahaan mengakuisisi perusahaan lain karena berbagai alasan yaitu skala ekonomi, diversifikasi, pangsa pasar yang lebih besar, peningkatan sinergi, pengurangan biaya. Adapun alasan lain untuk melakukan akuisisi sebagai berikut: Sebagai cara memasuki pasar baru, strategi pertumbuhan, mengurangi kelebihan kapasitas, mengurangi persaingan dan untuk mendapatkan teknologi baru

2.3.2.3 Divestasi

Divestasi adalah proses penjualan aset anak perusahaan, investasi atau divisi untuk memaksimalkan nilai perusahaan induk. Divestasi merupakan kebalikan dari investasi dan biasanya divestasi dilakukan karena aset atau divisi anak perusahaan tidak berkinerja sesuai harapan. Divestasi merupakan tindakan perusahaan menjual aset. yang sering dilakukan dengan menjual unit bisnis yang non-inti. Divestasi dapat membuat suntikan uang tunai ke perusahaan, selain itu divestasi merupakan strategi perusahaan secara keseluruhan perusahaan.

Divestasi merupakan kebalikan dari pertumbuhan sebagai akibat akuisisi dengan cara menjual sebagian bisnisnya untuk alasan yang berbeda-beda (Sudarsanam, 1995). Sedangkan Moin (2003) menyatakan bahwa divestasi adalah menjual sebagian unit bisnis atau anak perusahaan kepada pihak lain untuk

mendapatkan dana segar dalam rangka menyehatkan perusahaan secara keseluruhan.

Divestasi berfungsi sebagai cara meningkatkan kekuatan ekonomi untuk membantu perubahan politik, ekonomi, hukum, atau sosial. Ini dapat terjadi dalam beberapa cara, termasuk penarikan investasi perusahaan baru, penarikan kredit yang tersedia dari bank, penjualan unit operasi, pemotongan biaya operasional dan pengurangan kepemilikan portofolio di perusahaan. Kategori divestasi yakni *spin-off* dan *sell-off*. S*pin off* adalah tindakan pemisahan sebagian perusahaan yang berbentuk perseroan terbatas menjadi dua atau lebih perusahaan baru yang berakibat sebagian aktiva dan pasiva perusahaan tersebut beralih. Sedangkan *Sell-off* adalah penjualan sebagian asset, penjualan anak perusahaan, divisi, atau lini produk dari perusahaan induk kepada perusahaan lain (Alexander et al, 1984)

2.3.2.4 Diversifikasi

Diversifikasi usaha merupakan memperluas pasar dengan mengembangkan produk baru yang sesuai dengan pasar agar memiliki keunggulan bersaing. Diversifikasi usaha adalah untuk mendapatkan keuntungan yang maksimum dengan cara mengombinasikan beberapa portofolio investasi apakah dengan cara memproduksi barang yang bermacam-macam, mendirikan sejumlah unit bisnis, atau mendirikan anak-anak perusahaan yang baru atau bahkan membeli perusahaan yang sudah berdiri (Hariadi, 2005). Berdasarkan definisi tersebut, maka disimpulkan perusahaan yang melakukan diversifikasi usaha adalah perusahaan yang memiliki beberapa unit bisnis atau anak perusahaan dan diversifikasi usaha dilakukan untuk meningkatkan nilai tambah pemilik

perusahaan.

2.3.3 Restrukturisasi Organisasi

Restrukturisasi organisasi terkait dengan meningkatkan atau mengoptimalkan inti dari bisnis itu sendiri, lebih tepatnya proses produksi. Dalam jangka pendek, restrukturisasi organisasi mengacu pada aksi untuk meningkatkan efisiensi. Setelah efisiensi dipulihkan dan kelangsungan hidup perusahaan dijamin, tujuan yang lebih strategis mendapatkan kembali pangsa pasar yang hilang atau memperluas ke pasar baru. Aspek proses yang dibangun di atas diperkenalkan oleh Robbins dan Pearce (1992), yaitu proses dua tahap yang melibatkan tahap penghematan diikuti dengan tahap pemulihan yang diterapkan pada konteks kepailitan, dimana manajemen melakukan negosiasi dengan kreditur selama reorganisasi dan mencoba untuk menstabilkan operasi.

Restrukturisasi organisasi merupakan proses mengidentifikasi penyebab penurunan kinerja operasional dan pengembangan strategi untuk mencapai perbaikan. Artinya, restrukturisasi organisasi berfokus pada profitabilitas operasional. Tidak membahas struktur pembiayaan perusahaan atau struktur permodalan. Semua orang perlu memahami bahwa bentuk restrukturisasi organisasi antara lain efisiensi dan PHK.

Jika setiap organisasi berbicara tentang restrukturisasi organisasi maka diharapkan adanya efisiensi pada sumber daya manusia. Terdapat tiga jenis atau model restrukturisasi tidak saling eksklusif tetapi biasanya terjadi bersama-sama (Gibbs, 1993). Ini berarti bahwa setiap restrukturisasi dalam organisasi, lebih

sering melakukan perampingan tenaga kerja. Beberapa perusahaan menyebutnya sebagai perubahan manajemen yang berarti bahwa manajemen puncak mengalami pensiun dini atau kontraknya dihentikan. Image negatif terutama ketika berhadapan dengan serikat pekerja sehingga menimbulkan demonstrasi dan pemogokan. Citra positif dapat terjadi karena pengaruh positif terhadap kekayaan pemegang saham dan efisiensi operasional yang diharapkan. Model restrukturisasi ini memiliki konsekuensi kegagalan yang dapat merugikan perusahaan (Bowman, 1993). Ini dapat dipahami karena dapat merusak beberapa praktik baik yang ada dan dapat mengakibatkan hilangnya kompetensi. Sama seperti model restrukturisasi yang lain. Meski begitu, Bowman, (1993) mengakui adanya risiko tetapi dapat menimbulkan kondisi positif, jika berhasil dan masa depan menjanjikan bagi kesehatan organisasi. Dimana kinerja organisasi pasca PHK dinilai positif atau negatif dengan menggunakan berbagai indikator kinerja seperti profitabilitas dan pendapatan.

Beberapa manajer menggunakannya sebagai sarana untuk memperpanjang masa kerja di organisasi dan menyadari bahwa ada beberapa hal-hal yang tidak akan dapat diperbaiki setelah adanya PHK. Tidak mengherankan bila ada organisasi yang melakukan PHK terhadap pegawai setelah beberapa bulan pasca restrukturisasi. Fu et al. (2001) menunjukkan bagaimana restrukturisasi operasional dilaksanakan dengan baik di organisasi yang mengakibatkan pemulihan vitalitas organisasi dan meningkatkan keuntungan yang akan menunjukkan kinerja positif.

Fu et al. (2001) menunjukkan bahwa keberhasilan restrukturisasi

organisasi sepenuhnya tergantung bagaimana manajer menerapkan strategi dan bagaimana agen lainnya diundang untuk berpartisipasi dalam pelaksanaannya. Menurut (Wu & Delios, 2009) manajer akan menerapkan strategi untuk melayani kepentingan pemegang saham jika ada hubungan yang baik. Fu et al., (2001) mengungkapkan bahwa keberhasilan restrukturisasi jika terkait dengan pendekatan yang dipilih oleh pemilik dan adanya keterlibatan karyawan. Restrukturisasi organisasi sebagian besar memberikan pengaruh untuk karir karyawan yang lebih baik, hal ini tergantung pada bagaimana agen akan menerapkannya pada satu bagian atau departemen.

Bentuk-bentuk restrukturisasi organisasi antara lain yaitu: pemotongan biaya operasional, mengubah belanja modal, PHK, reorganisasi internal, perubahan kontrol, pengelolaan daya saing dan pengelolaan aset berisiko.

2.3.4 Restukturisasi Manajerial

Adalah proses untuk melakukan tindakan reorganisasi komposisi manajemen, struktur organisasi, pembagian kerja, sistem operasional, kepemilikan dan hal-hal lainnya yang berkaitan dengan masalah organisasi dan manajerial, dengan tujuan membuat perusahaan lebih menguntungkan, atau lebih terorganisir untuk kebutuhan saat ini.

Restrukturisasi manajerial dapat berupa pergantian eksekutif puncak manajemen perusahaan. Eksekutif puncak diidentifikasi sebagai CEO atau presiden direktur (Denis dan Kruse, 2000). Dalam literatur restrukturisasi, Hofer (1980) berpendapat bahwa penggantian manajemen sebagai prasyarat untuk mengubah perusahaan. Sudarsanam dan Lai (2001) menyatakan bahwa perubahan

dalam manajemen puncak dapat berfungsi sebagai sinyal untuk perubahan bahkan ketika manajemen tidak bertanggung jawab atas kesulitan. Studi empiris menemukan bahwa pergantian manajemen (CEO) di perusahaan-perusahaan Amerika Serikat yang “bermasalah” secara finansial atau bangkrut melakukan penggantian para CEO dalam kurun waktu empat tahun dari awal kesulitan keuangan (Denis dan Kruse, 2000) dan (Gilson, 1990). Denis dan Kruse (2000) menemukan bahwa para eksekutif yang berkinerja buruk di perusahaan-perusahaan Amerika Serikat telah diganti dalam kurun waktu tiga tahun yang berkinerja buruk. Untuk sampel perusahaan yang gagal utang perusahaan publik, Hotchkiss dan Mooradian (1997) bahwa keterlibatan investor (misalnya sebagai CEO atau direktur utama) memiliki efek positif pada kinerja pasca restrukturisasi. Eichner (2010) mendokumentasikan dampak negatif yang signifikan pada perputaran uang karena perubahan CEO pada tahap akhir dari proses restrukturisasi. Buschmann (2006) tidak menemukan hubungan yang signifikan antara perubahan manajemen dan perputaran uang.

Satu pendapat mengatakan bahwa kewajiban manajer cenderung *overinvest* dalam proyek-proyek berisiko selama kepailitan dan berharap untuk mengubah perusahaan. Hal ini dilakukan dalam kasus terkenal dari Eastern Airlines, dimana jaminan dana dari kreditur digunakan untuk membiayai bisnis yang menguntungkan dengan persetujuan pengadilan. Hotchkiss (1995) mengamati bahwa mempertahankan manajemen dikaitkan dengan kinerja pasca kepailitan di antara perusahaan-perusahaan yang mengajukan kepailitan antara tahun 1979 dan 1988. Dengan asumsi bahwa manajer lebih memilih untuk

mengendalikan perusahaan besar dengan menahan diri untuk menjual aset atau anak perusahaan untuk efektivitas restrukturisasi perusahaan. Adapun tindakan yang dapat dikategorikan sebagai bentuk restrukturisasi manajerial antara lain adalah: Penggantian CEO, reorganisasi internal dan perubahan kontrol.

2.4 Restrukturisasi Perusahaan dan Kinerja Perusahaan

Sejumlah penelitian yang menguji pengaruh restrukturisasi perusahaan terhadap kinerja perusahaan telah dilakukan. Restrukturisasi merupakan induk dari dari berbagai upaya perusahaan untuk memperbaiki kinerja di masa depan. Restrukturisasi korporat (*corporate restructuring*) pada prinsipnya merupakan kegiatan atau upaya untuk menyusun ulang komponen-komponen perusahaan supaya masa depan korporat memiliki kinerja yang lebih baik. Definisi lain yang lebih spesifik diperoleh dari Weston et al (2004). Restrukturisasi adalah perubahan yang signifikan pada strategi dan kebijakan terkait dengan komposisi aset, kewajiban dan modal serta operasional perusahaan. Dalam definisi ini dijelaskan bahwa hanya perubahan yang signifikan saja yang dianggap sebagai restrukturisasi. Sementara, perubahan kecil hanya dianggap perbaikan (*refinement*).

Berdasarkan definisi tersebut Weston et al (2004), merumuskan berbagai strategi yang dapat dilakukan perusahaan untuk mengubah struktur aset, kewajiban dan modal termasuk bisnis model. Tindakan restrukturisasi perusahaan beberapa tahun terakhir ini terus meningkat, sehingga menarik perhatian bagi para akademisi dan pembuat kebijakan untuk melakukan penelitian mengenai dampak dari restrukturisasi perusahaan terhadap kinerja perusahaan.

Kinerja perusahaan cenderung dipengaruhi oleh tindakan restrukturisasi perusahaan, bentuk restrukturisasi yang dilakukan oleh suatu perusahaan berbeda dengan perusahaan lainnya. *Eurofound* menyampaikan restrukturisasi di Belanda terdapat berbagai bentuk, antara lain relokasi bisnis, pergantian karyawan, likuidasi, Merger & Akuisisi, ekspansi bisnis dengan mempekerjakan tenaga kerja. Gibbs (1993) mengkelompokan restrukturisasi menjadi tiga bentuk: Keuangan, portofolio & operasional. Bowman et al (1999) menyimpulkan bahwa dua dari tiga memiliki berpengaruh pada kinerja. Bowman et al (1999), restrukturisasi keuangan memiliki pengaruh paling besar pada kinerja selanjutnya restrukturisasi operasional memiliki pengaruh minimal terhadap kinerja perusahaan. Restrukturisasi dipandang sebagai tanda positif pertumbuhan perusahaan dan sering diterima dengan senang hati oleh pihak yang ingin melihat korporasi memperoleh pangsa pasar dan daya saing yang lebih besar (Bowman et al, 1999).

Restrukturisasi adalah salah satu istilah yang mencerminkan tahap kritis dalam implementasi strategi di mana para manajer mencoba untuk merasionalisasi dan menyusun kembali struktur organisasi, kepemimpinan, budaya, dan sistem penghargaan untuk memastikan tingkat dasar daya saing biaya, kapasitas untuk responsifitas dan kebutuhan untuk membentuk masing-masing syarat untuk mengakomodasi persyaratan unik dari strategi mereka, menurut (Pearce dan Robinson, 2011). Syarat lain selain restrukturisasi yang mencerminkan tahap kritis dalam implementasi strategi adalah: perampingan, rekayasa ulang, *outsourcing* dan pemberdayaan.

Kegiatan restrukturisasi umumnya terkait dengan tiga motivasi dalam literatur akademis: untuk mengatasi kinerja buruk guna memanfaatkan peluang strategis; dan untuk memperbaiki kesalahan penilaian (Bartol & Martin, 2008). Dengan demikian ketika target kinerja tidak tercapai, maka kinerja menjadi motivasi utama untuk melakukan restrukturisasi. Restrukturisasi merupakan variabel independen dan tiga model restrukturisasi dapat secara kolektif atau individual mempengaruhi kinerja. Sebagian besar satu jenis restrukturisasi membangkitkan yang lain dan kemungkinan terjadi bersama-sama. Dalam hal ini, maka bentuk restrukturisasi dapat diukur bersama-sama atau secara mandiri. Faktor-faktor seperti insentif pemerintah, pajak, dan perubahan dalam berbagai peraturan pemerintah dapat mempengaruhi kinerja positif bahkan tanpa adanya restrukturisasi. Faktor-faktor ini karena itu harus tetap konstan. Tapi karena tidak mungkin untuk menahan mereka konstan, mereka kemungkinan besar akan memberikan kontribusi kesalahan margin hasil pengukuran. Restrukturisasi perusahaan benar-benar saling terkait dengan profitabilitas jangka panjang perusahaan. Penurunan biaya yang signifikan dan kenaikan pangsa pasar diperkirakan akan diakibatkan oleh restrukturisasi perusahaan. Perusahaan harus memiliki pengetahuan tentang struktur industri mereka yang terus berubah sebelum merestrukturisasi operasi mereka. Dalam hal ini, pendekatan inovatif juga diperlukan untuk membangun keunggulan kompetitif yang layak (Proctor, 2011). Secara umum, restrukturisasi perusahaan dapat dipandang sebagai program ekspansi perusahaan yang mencakup merger dan akuisisi, pengambilalihan dan investasi. Di sisi lain, ini adalah program kontraksi yang bisa mengacu pada

divestasi, perampingan, pelonggaran dan restrukturisasi keuangan. Dengan demikian, efek restrukturisasi perusahaan terhadap keputusan pembiayaan dan struktur modal pada khususnya tidak dapat dipungkiri (Marimuthu, 2009).

Penelitian restrukturisasi perusahaan yang telah dilakukan sebelumnya menunjukkan bahwa peningkatan kinerja perusahaan merupakan dampak dari tindakan restrukturisasi perusahaan yang tidak bisa dipungkiri bagi para praktisi dan peneliti. Misalnya, restrukturisasi perusahaan dalam bentuk divestasi dimaksudkan untuk membalikkan strategi diversifikasi sebelumnya agar lebih fokus sementara efek positif pada strategi pemfokusan telah didokumentasikan. Dalam konteks ini, Bowman dkk (1999) mengklasifikasikan dua ukuran kinerja restrukturisasi perusahaan yang berbeda sebagai berikut; (i) kinerja pasar - pergerakan abnormal pada harga saham perusahaan pada hari-hari setelah pengumuman restrukturisasi; abnormal return mencerminkan perubahan harga saham perusahaan, disesuaikan dengan tren pasar, yang dapat dikaitkan dengan peristiwa restrukturisasi; dan (ii) kinerja akuntansi - perubahan ukuran keuangan kinerja perusahaan, termasuk *return on equity* dan *return on investment*; perubahan ini biasanya dihitung beberapa tahun, memungkinkan juga perbandingan kinerja akuntansi pasca restrukturisasi dengan pra-restrukturisasi ".

Hasil penelitian menunjukkan bahwa dalam beberapa kasus ada upaya penyampaian struktur modal namun buktinya lemah dan hal ini dapat dikaitkan dengan inersia dalam penyesuaian modal perusahaan. Ini sesuai dengan pernyataan Myers (1977) bahwa biaya penyesuaian tersebut melebihi manfaatnya. Grinblatt et al (1984) mencatat kenaikan harga saham yang signifikan seiring

dengan pengumuman dividen tunai dan perubahan struktur modal. Perubahan tersebut disebabkan oleh tingkat dividen dan hutang yang optimal dan berasal dari perubahan yang diharapkan terjadi pada arus kas yang berasal dari pendapatan masa depan. Oleh karena itu menandakan perubahan nilai perusahaan "sebagai akibat perubahan struktur modal.

Kinerja merupakan hal penting yang harus dicapai oleh setiap perusahaan, karena kinerja merupakan cerminan dari kemampuan perusahaan dalam mengelola dan mengalokasikan sumber dayanya. Kinerja perusahaan merupakan sesuatu yang dihasilkan oleh suatu perusahaan dalam periode tertentu dengan mengacu kepada standar yang ditetapkan. Atau implementasi kebijakan perusahaan memberikan dampak positif pada kinerja perusahaan. Seperti ROA yang digunakan oleh para investor dan calon investor sebagai dasar dalam keputusannya untuk melakukan investasi merupakan hasil dari kebijakan-kebijakan tersebut, sehingga investor maupun calon investor memperoleh informasi tentang ROA sebagai gambaran prestasi kinerja perusahaan. Kinerja perusahaan digunakan untuk penilaian dan evaluasi tujuan perusahaan, yaitu untuk meningkatkan nilai perusahaan dan kemakmuran pemegang saham.

Kinerja perusahaan dapat diukur dengan elemen keuangan maupun non keuangan. Pengukuran kinerja adalah transferensi dari realitas kinerja yang kompleks dalam simbol terorganisir yang dapat dikaitkan dan disampaikan dalam situasi yang sama (Lebas, 1995). Perhitungan tingkat efektivitas dan efisiensi suatu perusahaan perlu dilakukan dengan melakukan pengukuran kinerja dalam kurun waktu tertentu guna mencapai hasil yang optimal. Pentingnya pengukuran

kinerja untuk manajemen perusahaan yang efektif (Demirbag et al., 2006). Pengukuran kinerja dianggap lebih penting dibandingkan dengan kuantifikasi dan akuntansi (Koufopoulos et al., 2008). Ini konsisten dengan Bititci et al., (1997) yang menggambarkan manajemen kinerja sebagai proses dimana organisasi mengelola kinerjanya agar sesuai dengan strategi dan tujuan fungsional suatu perusahaan.

Berbagai macam indikator dapat digunakan untuk melakukan pengukuran kinerja perusahaan. Untuk mengukur kinerja keuangan beragam yang dapat digunakan yang utama adalah *Return on Asset, Return on Equity dan Net Interest Margin* (Murthy dan Sree, 2003; Alexandru et al., 2008). Indikator pengukuran berbasis akuntansi pada profitabilitas perusahaan dalam jangka pendek dalam beberapa tahun terakhir seperti *return on assets*, *return on equity*, *earnings per share*, profit margin dan lainnya. Jenis pengukuran kedua adalah pengukuran berbasis pasar yang dikategorikan dalam jangka panjang seperti Tobin's Q, (MVA), (MTBV), (RET), (DY) dan lain-lainnya.

Pengukuran kinerja tergantung nilai yang diukur dengan menggunakan indikator yang berbeda seperti profitabilitas, penjualan & pendapatan, likuiditas, produktivitas dari staf, staf moral dan citra perusahaan. Studi yang berbeda menggunakan indikator yang berbeda. Penelitian tentang kinerja perusahaan telah banyak dilakukan, berikut ini penelitian yang pernah dilakukan sebelumnya dengan topik kinerja perusahaan diantaranya adalah sebagai berikut: Jin et al. (2004) menggunakan pendapatan, *profit margin* dan *return on asset* sebagai ukuran kinerja. Sulaiman (2012) menggunakan profitabilitas, likuiditas dan

solvabilitas sementara Chu (2009) menggunakan profitabilitas dan rasio nilai pasar perusahaan dengan biaya penggantian nilai aset. Chari et al., (2012, Uwalomwa and Olamide (2012), Karaca dan Ekşi (2012) dan Al Manaseer et al (2012), variabel kinerjanya yaitu ROA. Sedangkan Rouf (2011), Obiyo dan Lenee (2011) dan Al Manaseer et al (2012), variabel kinerja perusahaan yang diteliti menggunakan ROE. Geletkanycz dan Boyd (2011), Ghahroudi (2011), variabel kinerjanya dengan *Return on Sales*. Al Manaseer et al (2012) variabel kinerja dengan *Profit Margin* (PM). Dan Herri (2011) variabel kinerja perusahaan diproksi *Growth in Sales* (GRO).

Beberapa tahun terakhir terdapat peningkatan dalam melakukan restrukturisasi perusahaan, sehingga para akademisi dan pembuat kebijakan diperusahaan tertarik untuk melakukan penelitian dampak dari restrukturisasi perusahaan. Penelitian dengan menggunakan variable-variabel restrukturisasi perusahaan dan kinerja perusahaan telah banyak dilakukan sebelumnya. Namun, penelitian sebelumnya menghasilkan temuan yang berbeda antara penelitian yang satu dengan penelitian yang lainnya sehingga menimbulkan *research gap*. Temuan yang berbeda (*Research gap*) dari penelitian-penelitian sebelumnya berkenaan dengan variabel-variabel restrukturisasi perusahaan dan kinerja perusahaan dapat dijelaskan sebagai berikut:

2.4.1 Pengaruh Restrukturisasi Keuangan terhadap Kinerja Perusahaan

Reorganisasi aset dan kewajiban usaha merupakan tindakan dari restrukturisasi keuangan (Nazir dan Alam, 2010). Atau restrukurisasi keuangan yaitu penataan kembali struktur keuangan perusahaan untuk meningkatkan kinerja

keuangan perusahaan. Restrukturisasi keuangan merupakan perubahan struktur keuangan perusahaan dan kepemilikan atau kontrol, yang dirancang guna peningkatan nilai perusahaan. Bentuk dari restrukturisasi keuangan yang telah diteliti sebelumnya antara lain yaitu: Restrukturisasi hutang, penerbitan saham baru, kehadiran investor baru (IPO), kepemilikan saham bagi karyawan (ESOP), dan deviden cut.

Restrukturisasi utang adalah suatu proses guna menata ulang hutang yang bermasalah dengan tujuan untuk melakukan perbaikan posisi keuangan debitur (Darmadji, 2001). Restrukturisasi utang merupakan proses pembayaran utang dengan syarat yang lebih ringan dan lunak jika dibandingkan dengan syarat pembayaran hutang sebelum proses restrukturisasi hutang dilakukan, karena adanya perjanjian khusus yang diberikan oleh kreditur kepada debitur. Restrukturisasi hutang umumnya mengacu pada perubahan struktur modal perusahaan dengan bertujuan untuk mengurangi tekanan pembayaran hutang. Dampak restrukturisasi hutang bisa positif tapi terkadang juga negatif. Pembiayaan hutang pada kinerja perusahaan telah menghasilkan hasil yang beragam. Untuk melakukan restrukturisasi utang ada beberapa jenia antara lain: penjadwalan utang kembali (*rescheduling*), peralihan utang dengan assets (*debt to assets swap*), peralihan utang dengan saham (*debt to equity swap*) dan pemotongan pinjaman (*hair cut atau debt forgiveness*).

Efek positif dari hutang bagi perusahaan dengan kinerja yang buruk telah diuji secara empiris oleh Ofek (1993) yang menemukan bahwa hutang sebelum krisis secara signifikan berhubungan positif dengan restrukturisasi. Hasil

penelitian menyimpulkan bahwa terdapat hubungan signifikan dan positif antara hutang jangka pendek dengan profitabilitas (Yegon, et al., 2014). Bahwa rasio kewajiban secara signifikan positif, yang terkait dengan peningkatan pendapatan operasional (Kalay, et al 2007). Weinraub dan Visscher (1998), Peham (2000), Hadlock dan James (2002), Mwangi (2010), Magara (2012), Javed dan Akhtar (2012), menetapkan terdapat hubungan positif antara financial kinerja, *financial leverage* dan pertumbuhan.

Hubungan signifikan dan negatif hutang jangka panjang dengan profitabilitas (Yegon, et al. 2014). Hubungan negatif terlihat dari penelitiannya Gleason, et. al (2000), Mesquita dan Lara (2003), Abor (2005), Khan (2012) dan Saeed & Gull,et. al. (2013) bahwa total utang memilki hubungan negatif dengan return on asset (ROA) dan hasil ini konsisten dengan penelitiannya Chen (2004) bahwa rasio hutang memiliki dampak negatif dan signifikan pada kinerja operasi. Penelitian lainnya juga ditemukan hubungan negatif rasio hutang dengan return on equity (ROE) (Jermias, 2008). Penelitiannya Pathak (2011), juga menemukan bahwa hutang memiliki pengaruh signifikan dan negatif terhadap kinerja perusahaan.

Penerbitan saham baru atau *Right issue* merupakan proses pemberian hak pada pemegam saham guna membeli saham baru dengan jumlah menyesuaikan proporsi kepemilikan yang sudah ada sebelumnya, menurut Lawrence J. Gitman (1987 620. Sedangkan *right issue* menurut Koetin (1996 242): Penawaran terbatas (dimana) semua pemegang saham perseroan harus diberi kesempatan untuk membeli terlebih dahulu saham-saham yang akan dikeluarkan menurut

perbandingan jumlah saham yang tetap yang dimiliki masing-masing.

Right issue merupakan salah satu tindakan atau aksi emiten (*corporate action*) yang pada umumnya mempunyai keterkaitan dengan kinerja keuangan, kelangsungan hidup perusahaan, mempengaruhi pertumbuhan perusahaan serta manajemen perusahaan, sehingga kinerja perusahaan akan mengalami peningkatan karena perusahaan melakukan *right issue* dan *right issue* ini akan memperkuat struktur modal perusahaan. Buschmann (2006) menemukan korelasi positif yang signifikan antara ekuitas baru dan *cash flow* untuk perusahaan "bermasalah", sedangkan penemuan Sudarsanam dan Lai (2001) dan Eichner (2010) memiliki hubungan tidak signifikan. Hasil penelitian dari Syuhana (2013), menyatakan bahwa kinerja perusahaan mengalami penurunan setelah melakukan *right issue*.

Employee Stock Option Plan merupakan proses penghargaan dari perusahaan melalui opsi saham perusahaan pada karyawan berdasarkan pada kinerja karyawan. Maka pada saat pegawai atau karyawan atau menjadi bagian pemilik perusahaan, mereka menjadi lebih produktif dan bersedia memberikan kontribusi lebih besar terhadap nilai perusahaan. Beberapa penelitian yang menguji hubungan antara ESOP dan kinerja perusahaan. Dampak ESOP terhadap produktivitas dan kinerja keuangan dan ekonomi masih kontroversial karena beberapa penelitian menemukan efek positif dan yang lainnya menemukan dampak negatif. Karena tidak ada jawaban pasti mengenai arah hubungan (positif atau negatif) antara ESOP dan kinerja (ekonomi atau keuangan). Penelitian tentang ESOP yang menemukan hubungan positif antara ESOP dan kinerja.

Hasil penelitian ditemukan efek positif ESOP terhadap kinerja (Beatty, 1995). Studi serupa menemukan dampak positif terhadap kinerja jika ada pemilikan saham eksternal yang signifikan (Park and Song, 1995). studi lainnya menemukan bahwa perusahaan yang menggunakan ESOP memiliki kapasitas bertahan lebih penting daripada perusahaan tanpa ESOP (Blair dan Ali, 2000; Park dan Ali, 2004). Penelitian Sesil dan Ali (2001) menemukan efek positif pada produktivitas. Studi yang menunjukkan bahwa ESOP memiliki dampak positif di pasar keuangan karena investor menganggap pengumuman ESOP sebagai kabar baik dan mengharapkan perusahaan untuk lebih baik di masa depan. Sementara efek negatif pada produktivitas ditemukan pada penelitian Ngambi1 & Oloume (2013) yang penelitiannya tidak menemukan bukti bahwa ESOP terkait dengan peningkatan kinerja keuangan yang diukur dengan ROE. Temuan ini konsisten dengan sejumlah penelitian seperti studi dari Faleye dan Alii (2006), Livingstone dan Henry (1980).

2.4.2 Pengaruh Restrukturisasi Portofolio terhadap Kinerja Perusahaan

Restrukturisasi portofolio merupakan proses mengubah konfigurasi portofolio dengan menjual aset atau sejenis aset yang sudah tidak menjadi pilihan dengan menggantikan aset yang menjadi pilihan. Ini dapat dilakukan dengan mengubah struktur portofolio. Restrukturisasi portofolio ini mencakup perubahan signifikan dalam perpaduan aset yang dimiliki oleh perusahaanatau lini bisnis di mana perusahaan beroperasi, termasuk likuidasi, divestasi, penjualan aset dan spin-off (Maria et al., 2015). Tindakan restrukturisasi portofolio yang telah diteliti

sebelumnya yakni: *Sell-Off, Spin-off,* akuisisi, divestasi, penutupan unit bisnis dan pembukaan unit bisnis baru dan liuiditas (Bergh et al, 1998, Bowman, et al, 1999 dan Maria et.al., 2015).

Salah satu cara untuk meningkatkan kinerja keuangan perusahaan dapat dilakukan melalui ekspansi. Menurut Suad dan Enny (2012) ekspansi terbagi menjadi dua macam yaitu ekspansi internal dan ekspansi eksternal. Ekspansi eksternal dapat dilakukan dengan penggabungan usaha atau pengambilalihan usaha melalui merger dan akuisisi. Merger adalah penggabungan dua atau lebih perusahaan yang masih mempertahankan salah satu indentitas yang bergabung (indentitas yang muncul adalah perusahaan terbesar dibandingkan dengan yang lainnya). Afolabi (2011) mendefinisikan merger sebagai penggabungan dua perusahaan untuk membentuk entitas baru sementara akuisisi digambarkan sebagai transaksi yang melibatkan "pengambil alihan" perusahaan lain. Merger dan akuisisi dapat membantu mempercepat laju pertumbuhan perusahaan dengan cara yang mudah dan murah. Merger dilakukan oleh perusahaan dengan harapan mendatangkan sejumlah keuntungan. Kondisi saling menguntungkan akan terjadi bila kegiatan merger yang dilakukan menciptakan sinergi, sebagai akibat dari sinergi perusahaan diharapkan akan meningkatkan kinerja perusahaan.

Serangkaian penelitian yang telah dilakukan antara lain Healy et al.,(1992) menemukan hubungan positif peningkatan *cash flow* pasca merger. Hoberg dan Phillips (2010) menunjukkan bahwa merger menciptakan nilai lebih jika sinergi pasar produk potensial lebih besar. Studi yang dilakukan oleh Lau et al. (2008) yang membandingkan kinerja pre-merger dengan post-merger memberikan bukti

bahwa merger memperbaiki kinerja operasi pasca merger. Ramaswamy dan Waegelein (2003) menguji kinerja keuangan pasca merger jangka panjang perusahaan merger di Hong Kong dan menyimpulkan bahwa ada peningkatan positif yang signifikan dalam kinerja pasca merger. Gugler et al., (2003) meneliti dan menganalisis dampak merger dan menemukan bahwa profitabilitas positif setelah merger dan signifikan di setiap tahun pada tingkat 10%.

Berbeda dengan hal di atas, beberapa penelitian melaporkan kerugian setelah peristiwa merger yang berkonotasi negatif dampak dari merger terhadap kinerja. Studi tersebut meliputi: Yeh dan Hoshino (2002) menemukan perubahan produktivitas yang tidak signifikan, kecenderungan penurunan profitabilitas yang signifikan, pengaruh negatif yang signifikan terhadap tingkat pertumbuhan penjualan, dan penurunan pada angkatan kerja setelah merger dan secara umum menyimpulkan bahwa merger memiliki dampak negatif terhadap kinerja perusahaan; Altiol-Yilmaz (2011) yang mengonfirmasikan dampak negatif dari merger terhadap kinerja pada nilai *Return on Asset*, *Return on Equity* dan *Return on Sales* secara signifikan lebih rendah dari nilai sebelum merger. Merger dan Akuisisi memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap profitabilitas perusahaan (Oduro dan Agyei, 2013). Hasil penelitian yang lain menunjukkan bahwa merger tidak memilikinya dampak signifikan terhadap profitabilitas, likuiditas, dan leverage perusahaan (Rashid dan Naeem, 2016). Temuan ini serupa dengan Singh dan Mogla (2008, 2010).

Akuisisi adalah pembelian suatu perusahaan oleh perusahaan lain atau oleh kelompok investor, untuk menjaga ketersediaan pasokan bahan baku atau jaminan

produk akan diserap oleh pasar. Kombinasi bisnis sebagai strategi perusahaan yang dirancang untuk mencapai pertumbuhan dan penciptaan nilai yang cepat dalam organisasi. Afolabi (2011) mendefinisikan akuisisi sebagai transaksi yang melibatkan "pengambil alihan" perusahaan lain. Keberhasilan perusahaan dalam melakukan akuisisi dapat dilihat apabila terjadi sinergi. Sinergi merupakan nilai perusahaan setelah akuisisi lebih besar daripada penjumlahan nilai-nilai masing perusahaan. Ketika perusahaan memutuskan untuk melakukan akuisisi satu atau lebih perusahaan akan menjadi suatu kesempatan yang lebih kuat bagi pertumbuhan perusahaan dimasa mendatang dibandingkan jika perusahaan berdiri sendiri.

Penelitian sebelumnya yang menyimpulkan bahwa akuisisi berdampak positif terhadap perspektif keuangan, pelanggan dan pembelajaran serta pertumbuhan Oghuvwu dan Omoye (2016), Eichner (2010), Buschmann (2006) dan Sudarsanam dan Lai (2001) akuisisi berdampak pada cash flow yang hasilnya signifikan, dan Wild et al., (2005). Perusahaan yang melakukan akuisisi dapat meningkatkan potensi pertumbuhan, meningkatkan laba perusahaan, citra perusahaan, dan kesejahteraan perusahaan. Sedangkan hasil penelitian dampak akuisisi pada kinerja operasi perusahaan Jepang, menyimpulkan bahwa akuisisi memiliki dampak negatif terhadap kinerja perusahaan Jepang (Yeh dan Hoshino, 2002)

Divestasi merupakan pengurangan beberapa jenis aset bisa dalam bentuk barang atau keuangan, bisa pula disebutkan merupakan penjualan unit bisnis yang dimiliki oleh perusahaan. Atau divestasi adalah memisahkan atau menjual

sebagian/seluruh aset dari suatu perusahaan. Dimana perusahaan akan sering melakukan divestasi terhadap aset yang tidak memberikan kinerja yang baik, yang bukan menjadi bagian vital terhadap bisinis inti suatu perusahaan atau merupakan bagian dari unit perusahaan yang bernilai bagi pembeli potensial.

Penelitian sebelumnya yang menyimpulkan bahwa divestasi berpengaruh secara positif terhadap return saham perusahaan (Mulherin dan Boone, 2000; Dittmar dan Shivdasani, 2003; Datta et al., 2003; Veld dan Veld-Merkoulova, 2004). Mengenai dampak kegiatan divestasi terhadap kinerja operasi, Haynes et al., (2002) menunjukkan bahwa divestasi secara signifikan dan positif meningkatkan profitabilitas perusahaan. Hanson dan Song (2003) menemukan bahwa divestasi memperbaiki kinerja operasi perusahaan. Hasil lain bahwa cumulative abnormal returns positif dikaitkan dengan pengumuman divestasi perusahaan, Sun(2012). Reaksi terhadap pengumuman divestasi tidak selalu positif (Sanders, 2001), hal ini terlihat yang melakukan spin-off mengalami imbal hasil saham yang negatif (Hite dan Owers, 1983).

Hasil penelitian divestasi oleh John et al., (1992), Robbins dan Pearce (1992), Asquith et al., (1994), Denis dan Kruse (2000), Mulherin dan Boone, (2000), Haynes et al., (2002) Hanson dan Song (2003), Dattaet al., (2003), Veld dan Veld-Merkoulova, (2004), Eichner (2010) dan Sun (2012) menemukan bahwa divestasi berdampak positif pada *cash flow* atau kinerja operasi, profitabilitas dan return saham perusahaan. Sedangkan Hite dan Owers, (1983) dan Sanders, (2001), menemukan respon negatif terhadap pengumuman divestasi dalam bentuk *spin-off*. Menurut Flickinger (2009) alasan melakukan divestasi adalah untuk

meningkatkan efisiensi dan peningkatan pengelolaan investasi, oleh karenanya diharapkan divestasi maupun *spin-off* dapat membawa sinergi dan meningkatkan kinerja perusahaan. Maka seyogyanya Divestasi berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan (ROA).

Hasil penelitian Gugler et al., (2003), Ismail et al. (2010), Lau et al. (2008), Eichner (2010), Buschmann (2006) dan Sudarsanam dan Lai (2001). Healy et al (1992), Hoberg dan Phillips (2010), Ramaswamy dan Waegelein (2003) menemukan hubungan positif antara peningkatan *cash flow* positif pasca merger. Namun Pazarskis et al (2006), Yeh dan Hoshino (2002), Singh dan Mogla (2008, 2010), Altiol-Yilmaz (2011) Oduro dan Agyei (2013) dan Rashid dan Naeem (2016) menemukan bahwa merger tidak memiliki pengaruh yang signifikan pada rasio profitabilitas, likuiditas dan leverage pada perusahaan. Perusahaan yang melakukan merger memiliki pengaruh yang negatif pada quick ratio.Perusahaan yang memutuskan untuk bergabung kepada perusahaan lain merupakan bentuk dari restrukturisasi perusahaan, hal tersebut dilakukanuntuk menghindari risiko kebangkrutan di manakondisi salah satu atau kedua perusahaan yang ingin bergabung dalam ancaman bangkrut (Samosir, 2003) dan pemulihan. Uraian tersebut menunjukkan bahwa perusahaan yang melakukan merger bertujuan untuk memperbaiki kinerja perusahaan, maka seyogyanya merger berpengaruh postif terhadap ROA dan ROE.

Oghuvwu dan Omoye (2016), Eichner (2010), Buschmann (2006), Sudarsanam dan Lai (2001), Wild et al., (2005) dalam penelitiannya menemukan bahwa akuisisi berdampak positif pada cash flow, meningkatkan citra perusahaan,

meningkatkan laba perusahaan dan pertumbuhan. Sedangkan hasil penelitian Yeh dan Hoshino (2002) menemukan bahwa akuisisi memiliki dampak negatif pada kinerja operasi perusahaan. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan teori akuisisi bahwa tujuan akuisisi untuk memperbaiki kinerja perusahaan.

Li dan Wong (2003) dan Hovakimian (2016) dalam penelitiannya menemukan bahwa diversifikasi perusahaan berhubungan positif dengan kinerja perusahaan dan *excess value*.Sedangkan Comment dan Jarrell (1995) dan Lang dan Stulz (1994) menemukan hubungan yang negatif antara diversifikasi dengan return saham abnormal, Tobin's Q. Secara teoritis, jika strategi diversifikasi dapat berjalan dengan efektif dan efisien maka seluruh proses aktivitas perusahaan juga akan berjalan dengan baik yang selanjutnya akan berdampak pada kinerja perusahaan. Bahwasanya logika dari teori diversifikasi, jika perusahaan melakukan diversifikasi maka Return On Asset akan meningkat yang artinya bahwa diversifikasi berpengaruh positif terhadap Return On Asset.

2.4.3 Pengaruh Restrukturisasi Organisasi terhadap Kinerja Perusahaan

Restrukturisasi organisasi mencakup perubahan signifikan dalam struktur organisasi perusahaan, termasuk mendesain ulang batas-batas divisional, meratakan tingkat hierarki, penyebaran rentang kendali, mengurangi diversifikasi produk, merevisi kompensasi, merampingkan proses, mereformasi tata kelola dan perampingan pekerjaan (Davis et al., 2009). Restrukturisasi organisasi melibatkan perubahan signifikan dalam struktur organisasi perusahaan, termasuk mendisain ulang batas-batas divisional, merata tingkat hierarki, penyebaran rentang kontrol, mengurangi diversifikasi produk, merevisi kompensasi, mereformasi tata kelola

perusahaan dan perampingan pekerjaan.

Menurut Hane (2000) ada gejala yang mengindikasikan kebutuhan akan restrukturisasi organisasi. Gejala tersebut adalah: komunikasi organisasi tidak konsisten, terfragmentasi, dan tidak efisien; inovasi teknologi menciptakan perubahan alur kerja dan proses produksi; Staf meningkat atau menurun signifikan; keterampilan dan kemampuan baru dibutuhkan untuk memenuhi kebutuhan operasional saat ini; akuntabilitas untuk hasil tidak dikomunikasikan dan diukur secara jelas sehingga menghasilkan penilaian kinerja subjektif dan bias; retensi personil dan omset menjadi masalah yang signifikan; produktivitas tenaga kerja stagnan atau moral yang memburuk. Restrukturisasi organisasi terbukti bermanfaat dalam beberapa hal tidak terbatas pada penurunan biaya operasional dan membantu formulasi serta implementasi strategi yang lebih baik (Eby dan Buch, 1998).

Sebuah studi oleh Srivastava dan Mushtaq (2011) mengenai dampak restrukturisasi operasional pada perusahaan publik di Cina. Mereka menggunakan perubahan pendapatan, margin keuntungan, imbal hasil aset dan rasio perputaran aset sebelum dan sesudah restrukturisasi sebagai proxy untuk kinerja perusahaan dan melakukan pengujian untuk menentukan apakah restrukturisasi menghasilkan perubahan signifikan. Studi menemukan ada peningkatan signifikan dalam total pendapatan, margin keuntungan, dan pengembalian aset setelah restrukturisasi

Penelitian yang dilakukan oleh Dong et al.,(2004), mengenai implikasi restrukturisasi kinerja keuangan di Cina menegaskan bahwa peningkatan kinerja direalisasikan pada restrukturisasi organisasi. Hal ini didukung oleh Studi Wen

(2002) bahwa restrukturisasi organisasi menghasilkan profitabilitas yang lebih baik. Menurut studi penelitian Mbogo dan Waweru (2014), mengenai respon turnaround perusahaan yang mengalami *financial distrees* yang terdaftar di NSE, dengan mensurvei perusahaan yang terdaftar untuk keseluruhan periode penelitian (2002-2008). Survei menemukan bahwa PHK karyawan adalah tindakan yang paling disukai yang dilakukan oleh 63% oleh perusahaan.

. Studi oleh Riany et al., (2012) mengenai dampak restrukturisasi kinerja organisasi menyimpulkan bahwa ketiga metode restrukturisasi memiliki pengaruh terhadap pangsa pasar dan pertumbuhan pasar perusahaan. Hasil menunjukkan bahwa restrukturisasi keuangan memiliki dampak terbesar pada pangsa pasar perusahaan yang diikuti oleh portofolio restrukturisasi dan restrukturisasi organisasi. Hal ini berbeda bahwa restrukturisasi organisasi memiliki dampak terbesar pada pertumbuhan pasar .

Studi oleh Srivastava dan Mushtaq (2011) mengenai dampak restrukturisasi operasional pada perusahaan publik di Cina. Menggunakan perubahan pendapatan, margin keuntungan, imbal hasil aset dan rasio perputaran aset sebelum dan sesudah restrukturisasi sebagai proxy untuk kinerja perusahaan dan melakukan pengujian untuk menentukan apakah restrukturisasi menghasilkan perubahan signifikan, namun tidak ada bukti yang berdampak signifikan terhadap rasio perputaran aset. Temuan Bowman dan Singh (2013) menunjukan bahwa PHK terkait dengan perubahan organisasi berdampak negatif pada kinerja.

Temuan dari perusahaan yang melakukan restrukturisasi organisasi menghasilkan peningkatan pendapatan, profitabilitas yang meningkat, margin

keuntungan meningkat dan pertumbuhan pasar, Srivastava dan Mushtaq (2011), Wen (2002), Dong et al (2004), Eby dan Buch (1998), Riany et al., (2012).

Hasil penelitian lainnya menunjukan bahwa restrukturisasi organisasi dalam bentuk PHK berdampak negatif pada kinerja, Srivastava dan Mushtaq (2011), Bowman dan Singh (2013). Restrukturisasi organisasi memberikan rmanfaat dalam beberapa hal antara lain pada implementasi strategi dan penurunan biaya operasional tetapi dapat membantu dalam formulasi yang lebih baik. Oleh sebab itu maka logika teori restrukturisasi organisasi menyatakan bahwa perusahaan yang melakukan restrukturisasi organisasi akan meningkatkan Return On Asset yang artinya bahwa restrukturisasi oganisasi berdampak positif terhadap Return On Asset.

Penelitian sebelumnya terdapat beberapa kelemahan yang antara lain sebagai berikut: Pertama, dengan menggunakan data primer terdapat peneliti tidak mampu mengkontrol sikap responden selama pengumpulan data sehingga dapat mengurangi Kualitas data. Kedua, adanya keterbatasan jumlah respoden dan beberapa responden karena jadwalnya terlalu sibuk sehingga tidak bisa berpartisipasi dalam penelitian untuk merespon kuesionar dan tidak memberikan informasi yang dianggap rahasia sehingga responden memberikan informasi tidak dapat diandalkan. Ketiga, kurangnya kejujuran dan kerja sama oleh responden juga memperlambat laju pengumpulan data sehingga menyebabkan responden memberikan informasi yang tidak dapat dipercaya. Keempat, keterbatasan periode waktu dalam penelitian yang dialamai oleh peneliti sebelumnya menjadi salah satu kendala dalam pengumpulan data yang dianalisis sehingga mengakibatkan

penelitian tidak efektif. Kelima, ukuran sampel yang kecil dalam penelitian, peneliti dapat meningkatkan jumlah sampel untuk mengurangi kesalahan. Peneliti juga bisa memilih industri lain seperti farmasi, industri elektronik dll. Keenam, beberapa pertanyaan kuesioner tidak terjawab yang membuat sulit untuk menganalisis data di beberapa bagian. Hal ini dapat menyebabkan bias yang dapat mempengaruhi validitas dan reliabilitas. Ketujuh, pengukuran kinerja menggunakan penilaian dari manajer sehingga hasilnya bisa subjektif atau tidak obyektif terkait dengan kinerja. Pengukuran kinerja umumnya menggunakan pengukuran berbasis akuntansi, dan ukuran berbasis pasar saham. Kedelapan, sejumlah penelitian tidak menemukan bukti konklusif mengenai dampak restrukturisasi terhadap kinerja perusahaan.

Adapun perbedaan temuan dari penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa masih adanya persoalan yang berkaitan dengan bentuk-bentuk restrukturisasi yang digunkan perusahaan dalam mempengaruhi kinerja perusahaan. Penelitian ini bertitik tolak dari adanya permasalahan berupa: Pertama, kontradiksi teoritis yang berkaitan dengan restrukturisasi berdampaknya terhadap kinerja perusahaan, yaitu Agency theory, teori MM dan *trade-off theory*. Kedua, berbagai kontradiksi hasil penelitian empiris sebagaimana telah dijelaskan di *research gap*. Perbedaan hasil penelitian yang dimaksudkan yaitu: (1) restrukturisasi keuangan berpengaruh terhadap kinerja, (2) pengaruh restrukturisasi portfolio terhadap kinerja perusahaan, (3) pengaruh restrukturisasi organisasi terhadap kinerja perusahaan. Ketiga, *phenomena gap* yang ada pada perusahaan-perusahaan di Indonesia seperti yang telah dipaparkan dalam

fenomena bisnis perusahaan di Bursa Efek Indonesia.

Dengan adanya temuan yang berbeda tersebut menggambarkan masih adanya persoalan berkaitan dengan bentuk-bentuk restrukturisasi perusahaan yang mempengaruhi kinerja perusahaan. Hal ini menunjukan bahwa masih beragam dan belum konklusif temuan-temuan yang dihasilkan. Hasil penelitian yang berbeda tersebut bisa jadi dipengaruhi oleh perusahaan yang tergabung pada perusahaan afiliasi (grup) maupun yang tidak tergabung dalam perusahaan afiliasi (non-grup). Perusahaan grup merupakan perusahaan yang kepemilikan sahamnya bisa sebagian atau seluruh pada satu atau beberapa perusahaan lainnya guna pengendalian atau turut serta dalam pngendalian perusahaan-perusahaan tersebut.

Di Indonesia istilah perusahaan kelompok lebih dikenal dengan konglomerasi. Kata konglomerasi berasal dari kalimat bahasa inggris yaitu conglomerate. Menurut Black Law Dictionary pengertian conglomerate berarti *a corporation that owns unrelated enterprises in wide variety of industry* Dari pengertian tersebut bisa disimpulkan bahwa konglomerasi atau perusahaan kelompok merupakan perusahaan yang memiliki hubungan yang berbeda dengan perusahaan-perusahaan dalam beragam jenis industri. Di Indonesia selain dengan istilah konglomerasi, juga dikenal dengan perusahaan kelompok, grup perusahaan, atau konsern, yang mana terjemahan dari bahasa Belanda yaitu concern.

Restrukturisasi yang dilakukan oleh perusahaan grup bisa jadi tingkat keberhasilan lebih baik daripada perusahaan nongrup dalam melakukan restrukturisasi. Hal ini dikarenakan perusahaan grup memiliki kelebihan dibandingkan perusahaan non-grup. Adapun kelebihan yang dimiliki perusahaan

grup yaitu :

a. Aspek keuangan dan Aspek Non keuangan

Perusahaan grup bila ditinjau dari aspek finansial maka memiliki kemampuan untuk mengevaluasi dan memilih portofolio bisnis yang terbaik demi efektivitas investasi yang ditanamkan, alokasi sumber daya yang dimiliki dan proses manajemen yang baik.

Jika ditinjau dari aspek non finansial terdapat sejumlah manfaat yang . memungkinkan mengembangkan, pengendalian, pengelolaan, konsolidasi dan mengkoordinasikan aktivitas perusahaan dalam sebuah perusahaan multibisnis. Selain itu juga memfasilitasi, mendorong dan menjamin perusahaan induk, anak-anak perusahaan, untuk peningkatan kinerja.

b. Membangun sinergi

Perusahaan yang tergabung dalam afiliasi bisnis akan memberikan support demi terciptanya efisiensi dan efektifitas. Dari sisi kepemimpinan akan terjadi institusionalisasi kepemimpinan individual atau perorangan ke dalam sebuah sistem.

c. Operasional perusahaan

Dalam pengoperasian perusahaan secara hukum perusahaan yang terpisah dari perusahaan anak. Jadi, jika salah satu anak perusahaan induk gagal, itu akan ditutup dengan keberhasilan perusahaan lain. Meskipun begitu, perusahaan pusat atau induk masih memiliki tanggung jawab atas semua anak perusahaannya.

4. Modal besar

Sumber daya keuangan dari holding dan anak perusahaan dapat dikumpulkan bersama. Perusahaan dapat melakukan proyek dengan skala besar untuk meningkatkan profitabilitasnya.

5. Menghindari persaingan

Persaingan antara holding dan anak perusahaan dapat dihindari jika mereka berada di lini bisnis yang sama.

6. Skala ekonomi operasional besar

Pembelian dan penjualan perusahaan induk dan anak perusahaan dapat dilakukan secara terpusat. Ini dapat menikmati keuntungan dari diskon kuantitas dan persyaratan kredit yang lebih baik karena pembelian dalam jumlah besar.

Kekuatan keuangan perusahaan grup dapat digunakan untuk memperoleh persyaratan pembiayaan yang lebih menguntungkan daripada jika anak perusahaan berdiri sendiri. Anak perusahaan dalam industri yang sama dapat menggabungkan daya beli mereka untuk mendapatkan harga yang lebih baik dari vendor dan persyaratan kredit yang lebih baik.

7. Hak Kontrol Besar Dengan Modal Sedikit

Dengan modal yang kecil holding company memungkinkan perusahaan untuk mengendalikan lebih banyak bisnis. Perusahaan induk dapat memperoleh kendali atas perusahaan dengan mengakuisisi 51 persen sahamnya. Dalam beberapa kasus, bisa dimungkinkan untuk mengambil kendali dengan membeli hanya 25 persen perusahaan ketika kepemilikannya beragam, dan pembelian ini akan menjadikan perusahaan induk sebagai pemegang saham terbesar.

h. Kemudahan sumber modal

Anak perusahaan memungkinkan untuk mendapatkan dana atau modal relatif besar dari pihak ketiga induk perusahaan. Sebagai perusahaan yang masih belum dikenal, anak perusahaan bisa mendapatkan pinjaman dan kontrak karena perusahaan induk sudah dikenal dan dipercaya oleh pihak investor. Selain penjelasan kelebihan perusahaan grup tersebut, Montgomery (1994), memiliki pandangan terkait dengan perusahaan grup, yaitu pandangan kekuatan pasar dan sumber daya.

Berdasarkan penjelasan di atas, maka desertasi ini berbeda dengan penelitian sebelumnya dengan mempertimbangkan adanya perbedaan tingkat keberhasilan restrukturisasi pada perusahaan grup dengan perusahaan non-grup karena diduga terdapat perbedaan tingkat keberhasilan restrukturisasi pada perusahaan grup dengan perusahaan non-grup. Penelitian restrukturisasi perusahaan di Indonesia dengan pendekatan pada perusahaan grup dan perusahaan non-grup belum banyak yang meneliti. Desertasi ini akan meneliti tingkat keberhasilan restrukturisasi keuangan, portofolio dan organisasi yang dilakukan perusahaan grup dan perusahaan nongrup. Sehingga akan diketahui tingkat keberhasilan perusahaan grup maupun dan nongrup dalam meningkatkan kinerja perusahaan.

2.5. Pengembangan Hipotesis

Berdasarkan pada penelitian terdahulu dan tinjauan pustaka yang berhubungan dengan bentuk restrukturisasi perusahaan maka penelitian ini dapat dirumuskan dengan hipotesis yang sesuai dan diuji secara empiris, yaitu:

2.5.1 Pengaruh restrukturisasi hutang terhadap kinerja perusahaan grup dan perusahaan nongrup

Perusahaan yang memiliki permasalahan dengan hutangnya akan mengalami kebangkrutan lebih cepat dibandingkan dengan perusahaan yang tidak atau sedikit memiliki permasalahan dengan hutang. Hal ini kemungkinan dikarenakan rasio hutang yang tinggi sebagai akibat dari terlalu banyak utang atau kerugian yang terlalu besar. Dengan demikian, perusahaan mungkin tidak dapat membayar utang, membayar bunga utang yang ada atau membayar kembali pokok. Perusahaan agar terhindar dari kebangkrutan maka perusahaan perlu melakukan tindakan berupa restrukturisasi utang.

Restrukturisasi utang merupakan proses yang digunakan oleh perusahaan swasta atau publik yang sedang menghadapi masalah arus kas atau kesulitan keuangan untuk menghindari risiko gagal bayar dengan melakukan negosiasi kembali utang-piutang yang macetnya dengan melakukan berupa *grace period, reconditioning, hair cut, rescheduling, debt for equity conversion, debt to asset swap* pengurangan atau pembebasan jumlah bunga yang tertunggak, pemberian utang baru, penjualan aset yang tidak produktif, dan lainnya dengan tujuan agar memulihkan atau meningkatkan likuiditas sehingga dapat melanjutkan operasional perusahaan dan kinerja perusahaan meningkat.

Penelitian sebelumnya tentang restrukturisasi utang dan efeknya pada kinerja perusahaan yang telah dilakukan oleh Inoue et al., (2010) dan Gupta (2017), yang menunjukkan bahwa restrukturisasi hutang tidak memiliki efek yang signifikan pada profitabilitas perusahaan. Penelitian Saeed et al (2013) dan Khan

(2012) yang menunjukkan bahwa total hutang berhubungan negatif dengan ROA. Hasil penelitian Jermias (2008) menunjukkan bahwa rasio hutang hubungan negatif dengan *return on equity*. Begitu juga Pathak (2011), hasil penelitiannya menunjukkan bahwa hutang memiliki pengaruh signifikan dan negatif terhadap kinerja perusahaan.

Sedangkan penelitian lainnya menunjukkan hasil peningkatan yang signifikan pada profitabilitas, Azman dan Muthalib (2004) dan Laitinen (2012). Penelitian penelitian Yulazri (2017) dan Rastogi & Mazumdar (2016), menemukan bahwa restrukturisasi hutang memiliki efek pada penilaian investor perusahaan. Penelitian Mwangi (2010), Magara (2012), Javed dan Akhtar (2012), Yegon et al. (2014)., menemukan bahwa ada hubungan signifikan dan positif antara hutang dan profitabilitas.

Hasil penelitian diatas berbeda bisa jadi dipengaruhi oleh perusahaan grup atau nongrup yang melakukan restrukturisasi hutang. Diperkirakan tingkat keberhasilan perusahaan grup dalam melakukan restrukturisasi hutang lebih baik dibandingkan dengan perusahaan nongrup. Hal ini disebabkan karena tindakan restrukturisasi hutang yang dilakukan perusahaan yang berafiliasi satu grup bisnis lebih mudah dibandingkan dengan perusahaan tunggal, disebabkan karena perusahaan grup memiliki kelebihan dibandingkan perusahaan non-grup.

Adapun kelebihan perusahaan grup yaitu kemampuan para anggota perusahaan grup untuk saling menyokong satu sama lain. Jadi, jika ada salah satu perusahaan yang mengalami masalah keuangan masih dapat diselamatkan melalui bantuan anggota lain sehingga dalam keadaan seperti ini investor masih merasa

aman meskipun hutang yang dimiliki tinggi. Perusahaan yang berada dalam satu grup memperoleh manfaat melalui sumber finansial dan *sharing intangible* sesama anggota grup yang berada dalam satu kelompok tersebut, Chang dan Hong (2000). Untuk itu hipotesisnya dapat kami merumuskan sebagai berikut:

H1 : Pengaruh restrukturisasi hutang terhadap kinerja perusahaan grup lebih kuat daripada perusahaan nongrup

2.5.2 Pengaruh restrukturisasi right issue terhadap kinerja perusahaan grup dan perusahaan non grup

Perusahaan membutuhkan modal yang cukup untuk beroperasi secara efisien. Perusahaan dapat menggunakan ekuitas atau pembiayaan utang, tetapi ekuitas lebih disukai karena membentuk sumber pendanaan permanen yang tidak dapat ditukarkan dengan mudah. Penerbitan saham baru atau *right issue* merupakan salah satu cara untuk mengatasi masalah pembiayaan dalam kesulitan keuangan, dengan melakukan right issue maka kas perusahaan akan bertambah. Bagi para pemegang saham *right issue* memberikan pilihan untuk membeli sahan baru. Dengan demikian, maka dapat diduga bahwa kinerja perusahaan akan menjadi lebih baik setelah menerima ekuitas

Bukti empiris yang menunjukkan hubungan positif pengaruh pengumuman right issue pada stock return perusahaan yang terdaftar di bursa efek Nairobi (Sakwa, 2013). Kehadiran investor memiliki efek positif terhadap kinerja setelah restrukturisasi perusahaan yang memiliki masalah pada keuangan (Hotchkiss dan Mooradian, 1997). Buschmann (2006) menemukan korelasi signifikan dan positif right issue dengan perputaran uang perusahaan Jerman.

Adapun hasil penelitian yang tidak mendukung, penelitiannya Suresha dan Gajendra (2012) bahwa respon negatif di pasar modal India dampak dari pengumuman right issue. Reaksi pasar terhadap pengumuman right issue pada kinerja di Bursa Karachi Exchange (KSE), menyimpulkan bahwa pengumuman right issue tidak mempengaruhi kinerja (Bashir, 2013). Begitu pula peneltiannya Eichner (2010) dan Sudarsanam dan Lai (2001) yang menemukan hubungan tidak signifikan.

Hasil penelitian yang berbeda diatas bisa jadi dipengaruhi oleh jenis perusahaan yang melakukan restrukturisasi dengan bentuk penerbitan right issue pada perusahaan grup dan nongrup. Diduga restrukturisasi right issue berdampak terhadap kinerja perusahaan grup lebih kuat dari pada perusahaan nongrup. Hal ini disebabkan restrukturisasi right issue bagi perusahaan grup memiliki manfaat dengan bertambahnya ekuitas perusahaan yang diperoleh dari anggota yang berada dalam grup tersebut. Tambahan dana dari investor yang bergabung dalam grup digunakan untuk kepentingan restrukturisasi, ekspansi dan lainnya. Penggunaan dana dengan benar yang berasal dari hasil *right issue* maka kinerja perusahaan akan meningkat. Dari penjelasan tersebut maka hipotesis dapat dirumuskan sebagai berikut:

H2: Pengaruh restrukturisasi right issue terhadap kinerja perusahaan grup lebih kuat daripada perusahaan nongrup

2.5.3 Pengaruh restrukturisasi divestasi terhadap kinerja perusahaan grup dan perusahaan non grup

Divestasi adalah pengurangan beberapa jenis aset atau barang, dapat juga

disebut penjualan bisnis yang dimiliki oleh perusahaan. Namun, jangan dianggap bahwa seseorang atau perusahaan melakukan divestasi karena mengalami kerugian atau kebangkrutan. Divestasi dilakukan tidak semata-mata karena dalam situasi bermasalah tapi juga untuk menambah keuntungan bagi orang atau perusahaan.

Berbagai motif perusahaan atau seseorang yang melakukan divestasi salah satunya mengurangi beban aset dan menambah pendapatan. Beban aset yang dimaksud contohnya adalah kepemilikan properti yang berarti ada pajak, biaya perawatan, dan lain-lain. Selain keuntungan dan mengurangi beban, terdapat motif lain yang biasanya menjadi alasan perusahaan atau investor melakukan divestasi. Berikut beberapa motif tersebut (Asmana,2019).

a. Perusahaan ingin fokus pada bisnis yang terbaik untuk memberikan keuntungan tertinggi. Itu sebabnya kebanyakan divestasi dilakukan bukan pada aset utama.
b. Menghasilkan keuntungan besar di saat yang tepat, seperti menjual bisnis, instrumen investasi saat harga tinggi, dan lainnya.
c. Mengurangi potensi kerugian atau kegagalan yang lebih besar karena aset yang dijual tidak lagi menguntungkan.

Dengan demikian divestasi yang dilakukan oleh suatu perusahaan akan berdampak pada kinerja perusahaan yaitu perusahaan akan menerima kas hasil divestasi dan rebalancing pada neraca keuangan.

Hasil penelitian terdahulu membuktikan bahwa divestasi berdampak

positif pada *cash flow* atau kinerja, Eichner (2010), Denis dan Kruse (2000), Asquith et al., (1994) dan Robbins dan Pearce (1992). John et al (1992) bahwa divestasi aset untuk mengatasi kesulitan. Denis dan Rodgers (2007) bahwa perusahaan yang mengurangi aset (divestasi) dan kewajiban untuk membenahi masalah yang akan datang guna mencapai profitabilitas yang positif pasca kebangkrutan.

Respon dari restrukturisasi divestasi tidak selalu positif, Sanders (2001), hal ini terlihat perusahaan yang melakukan *spin-off* mengalami imbal hasil saham yang negatif (Hite dan Owers, 1983). Sedangakn perusahaan yang bangkrut, Hotchkiss (1993) mendokumentasikan hasil negatif pada abnormal return ketika perusahaan menjual bisnis inti selama bangkrut. Hal ini merupakan bukti empiris yang bertentangan dengan penelitian yang menyatakan bahwa divestasi memberikan dampak positif terhadap kinerja.

Perbedaan hasil penelitian restrukturisasi divestasi di atas bisa jadi dikarenakan oleh perusahaan grup dan nongrup. Diduga tingkat keberhasilan restrukturisasi divestasi pada kinerja pada perusahaan grup lebih baik dibandingkan perusahaan nongrup. Hal ini disebabkan karena perusahaan yang berada dalam afiliasi mempunyai keragaman dalam sumber daya dan peluang dibandingkan dengan perusahaan nongrup. Dengan melakukan restrukturisasi divestasi pada anak perusahaan atau sebagian unit bisnis yang dijual pada pihak lain maka perusahaan mendapatkan tambahan dana yang akan digunakan untuk penyehatan perusahaan atau untuk ekspansi. Dana yang diperoleh dari hasil divestasi akan digunakan untuk memperkuat struktur permodalan perusahaan

induk atau anak usahanya dan untuk melakukan ekspansi usaha serta anak usaha di masa yang akan dating.

Hal ini juga telah dibuktikan oleh hasil penelitiannya Choi dan Han (2013) bahwa pengumuman spin-in memberikan pengaruh signifikan *cumulative abnormal return* untuk perusahaan berafiliasi keiretsu, sebaliknya pasar tidak merespon secara signifikan untuk pengumuman spin-in pada perusahaan non-keiretsu, hal ini menunjukkan bahwa restrukturisasi dalam bentuk *spin-in* menguntungkan bagi perusahaan keiretsu. Hal ini dikarenakan perusahaan keiretsu telah mengubah dirinya menjadi organisasi lebih efisien melalui deregulasi baru-baru ini di pasar keuangan. Singkatnya maka hipotesis dapat dirumuskan sebagai berikut:

H3: Pengaruh restrukturisasi divestasi terhadap kinerja perusahaan grup lebih kuat daripada perusahaan nongrup

2.5.4 Pengaruh restrukturisasi akuisisi terhadap kinerja pada perusahaan grup dan perusahaan nongrup

Akuisisi merupakan aktifitas perusahaan mengambilalih perusahaan lain termasuk asset dan kewajiban yang ditinggalkan oleh perusahaan yang diakuisisi. Akuisisi akan berdampak positif jika perusahaan pengakuisisi memiliki modal dan kinerja keuangan yang baik. Menurut Wild et al., (2005) penggabungan usaha (Akuisisi) dapat meningkatkan citra perusahaan, potensi pertumbuhan, kesejahteraan perusahaan, dan untuk meningkatkan laba perusahaan. Merger dan Akuisisi (M&A) juga merupakan strategi perusahaan untuk tumbuh dan berkembang secara dinamis yang merupakan strategi ekspansi bisnis yang dengan

jalur alternatif pertumbuhan dari luar perusahaan (*external growth*) (Gaughan, 2011). Alasan perusahaan melakukan Merger dan Akuisisi (M&A) adalah untuk memperoleh sinergi. Teori sinergi pada akuisisi dan merger oleh Ansoff (1965). Prinsip utama teori ini bahwa organisasi memulai akuisisi dan merger berharap memperoleh hasil yang positif bagi pihak yang mengakuisisi dan target. Hal yang penting pada teori ini bahwa motif utama akuisisi dan merger untuk bersinergi, di mana kedua atau lebih perusahaan yang berafiliasi tersebut diharapkan lebih besar daripada perusahaan individual, dengan alasan untuk kekuatan finansial, peningkatan efisiensi dan pasar bagi perusahaan yang diakuisisi atau dimerger,Williamson (1998).

Studi empiris teori sinergi pada merger dan akuisisi yaitu penelitiannya Caves (1989) menunjukkan bahwa merger dan *takeover* berpengaruh positif terhadap efisiensi ekonomi, karena adanya sinergi dan perubahan terhadap kontrol perusahaan dan pangsa pasarnya. Berkovitz dan Narayanan (1993) menemukan bahwa keuntungan yang diperoleh *shareholder bidder* berkorelasi positif dengan keuntungan yang diperoleh *shareholder* target atau terjadi sinergi yang dinikmati kedua kelompok *shareholder* tersebut. Keberhasilan akuisisi merupakan proses penciptaan sinergi ketika nilai perusahaan gabungan lebih besar dari dua perusahaan secara individual.

Namun hasil berbeda dikemukakan oleh Agrawal et al (1992) yang menemukan bahwa saham bidder mengalami penurunan nilai setelah melakukan merger dan akusisi. Penelitian terdahulu lainnya juga ditemukan bahwa akuisisi memiliki dampak negatif terhadap kinerja perusahaan, Sudarsanam dan Lai

(2001), Yeh dan Hoshino (2002), Buschmann (2006) dan Eichner (2010).

Hasil penelitian restrukturisasi akuisisi yang berbeda diatas bisa jadi dipengaruhi oleh jenis perusahaan perusahaan grup dan nongrup. Diduga bahwa tingkat keberhasilan perusahaan grup dalam melakukan restrukturisasi akuisisi lebih baik daripada perusahaan nongrup. Hasil penelitian Chang dan Choi (1988) menemukan bahwa profitabilitas perusahaan Korea yang berafiliasi grup lebih baik daripada perusahaan independen dalam melakukan strategi diversifikasi. Selain itu hasil penelitian tersebut perusahaan grup memiliki kelebihan berupa struktur multidivisional yang lebih fleksibilitas dalam menanggapi perubahan lingkungan, meningkatkan koordinasi anggota dan kemudahan dalam restrukturisasi serta memiliki tugas yang cukup signifikan dalam menjaga sinergi perusahaan agar tercipta persaingan yang sehat dan mengoptimalkan kinerja perusahaan. Perusahaan grup juga memiliki struktur hubungan, yang memfasilitasi hubungan sinergis antar perusahaan di dalam Grup. Maka hipotesisnya dapat dirumuskan sebagai berikut:

H4: Pengaruh restrukturisasi akuisisi terhadap kinerja perusahaan grup lebih kuat daripada perusahaan non grup

2.5.5 Pengaruh restrukturisasi pengurangan biaya operasional (OPEX) terhadap kinerja perusahaan grup dan perusahaan non grup

Korelasi antara kinerja keuangan dan biaya operasional dapat dilihat pada laporan keuangan perusahaan. Pengaruh biaya operasional terhadap kinerja keuangan yaitu besar kecilnya nilai dari kinerja keuangan (ROA) dipengaruhi oleh nilai dari biaya operasional. Jika biaya operasional lebih sedikit dari pendapatan

maka nilai ROA juga akan semakin baik. Pengurangan biaya sebagai bagian dari tahap penghematan, Robbins dan Pearce (1992) berpendapat bahwa perusahaan-perusahaan yang dalam kesulitan akan melakukan strategi cash flow untuk pengurangan biaya operasional. Hasil dari aksi penghematan biaya biasanya terwujud lebih cepat daripada aksi meningkatkan penjualan, sebagaimana dikatakan oleh Hofer (1980).

Organisasi apa pun, tujuan utamanya adalah untuk memaksimalkan keuntungan, tetapi kendala utama yang dihadapi mereka adalah kenaikan dalam biaya operasi. Karena ini, biaya produksi meningkat dapat menyebabkan pengendalian biaya dan biaya tertentu direduksi yang membuatnya rumit bagi banyak organisasi untuk terorganisasi dengan baik. Sesuai dengan teori yang ada bahwa laba rugi perusahaan dipengaruhi oleh biaya operasional perusahaan. *Efficiency Structure Theory* merupakan teori yang sesuai dengan pengurangan biaya operasional. *Efficiency Structure Theory* menyatakan bahwa perusahaan yang lebih efisien daripada perusahaan yang lain maka akan memperoleh keuntungan yang tinggi. Terdapat dua pendekatan yang berbeda dalam *Efficiency Structure Theory*; efisiensi skala dan efisiensi-X. Menurut pendekatan efisiensi-X, perusahaan yang menguntungkan harus lebih efisien karena perusahaan memiliki biaya lebih rendah. Perusahaan semacam itu cenderung mendapatkan pangsa pasar yang lebih besar, yang mungkin terwujud tingkat konsentrasi pasar yang lebih tinggi, namun tanpa hubungan kausal dari konsentrasi ke profitabilitas (Athanasoglou et al., 2006). Pendekatan skala menekankan skala ekonomi bukan perbedaan teknologi manajemen atau produksi. Perusahaan yang lebih besar bisa

mendapatkan yang lebih rendah biaya unit dan keuntungan yang lebih tinggi melalui skala ekonomi. Hal ini memungkinkan perusahaan besar untuk mengakuisisi pangsa pasar, yang mungkin terwujud dalam konsentrasi yang lebih tinggi dan kemudian profitabilitas.

Bukti empiris menunjukkan bahwa pengendalian biaya operasional berdampak positif terhadap kinerja perusahaan, Akeem (2017). Hal sama bukti empiris oleh Nothardt (2001) menemukan kontribusi signifikan dari penghematan biaya untuk perubahan. Temuan hasil penelitian terdahulu yang berbeda oleh Juki (2008) bahwa variabel biaya pokok penjualan, biaya pemasaran, serta biaya administrasi dan umum berpengaruh negatif pada profitabilitas.

Perbedaan hasil penelitian pengurang biaya operasional (OPEX) diatas diduga dipengaruhi oleh perusahaan grup atau nongrup. Diduga tingkat keberhasilan grup lebih baik daripada nongrup dampak dari restrukturisasi pengurangan biaya operasional (OPEX). Hal ini disebabkan perusahaan grup mempunyai kinerja yang stabil, dikarenakan bila salah satu bisnis yang dimiliki mengalami penurunan, bisnis yang lainnya mungkin mengalami peningkatan dan pengurangan biaya operasional dapat disebar dalam sejumlah bisnis yang berkaitan sehingga meringankan jika setiap bisnis harus menyerap semua biayanya sendiri. Memperhatikan penjelasan diatas maka hipotesis yang bisa dirumuskan sebagai berikut:

H5: Pengaruh restrukturisasi pengurangan biaya operasional (OPEX) terhadap kinerja perusahaan grup lebih kuat daripada perusahaan nongrup

2.5.6 Pengaruh restrukturisasi pemutusan hubungan kerja terhadap kinerja perusahaan grup dan perusahaan nongrup.

Pemutusan hubungan kerja (PHK) yang dilakukan oleh perusahaan karena adanya penurunan kinerja perusahaan dari melemahnya ekonomi, tekanan persaingan, perubahan dalam industri, dan kemajuan teknologi (Shah, 2000; Datta dan Basuil, 2015). Perusahaan melakukan PHK dengan asumsi segera memiliki efek positif pada kinerja perusahaan atau kemampuan untuk bersaing (Cascio et al., 1997; Guthrie dan Datta, 2008). Perampingan merupakan alat rasional yang dapat digunakan manajer untuk meningkatkan produktivitas dan efisiensi organisasi (Cascio dan Young, 2007). Kinerja operasi meningkat secara signifikan setelah perampingan, karena perusahaan mampu mengurangi biaya penjualan, biaya tenaga kerja, belanja modal dan pengeluaran R & D. Juga ditemukan bahwa perusahaan industri yang berkinerja buruk sebelum perampingan dan memiliki peningkatan aset setelah perampingan dengan ada peningkatan kinerja yang lebih besar. Espahbodi et al., (2000). Peningkatan kinerja perusahaan dapat berasal dari pengurangan biaya tenaga kerja, Robbins dan Pearce (1992) menyimpulkan pengurangan jumlah karyawan juga sebagai bagian dari tahap penghematan. Arogyaswamy et al., (1995), pengurangan jumlah karyawan merupakan bagian implisit dari strategi untuk meningkatkan efisiensi. Ofek (1993) menunjukkan bahwa perusahaan yang bermasalah lebih mungkin untuk merestrukturisasi operasi dengan merumahkan karyawan dalam mengatasi penurunan kinerja. John et al., (1992) bahwa perusahaan menurun kinerjanya dengan cepat melakukan pengurangan karyawan sebagai bagian dari penyesuaian

biaya rasio operasi dan organisasi.

Perampingan didefinisikan sebagai direncanakan penghapusan posisi atau pekerjaan (Cascio, 1993). Dalam penelitian sebelumnya perampingan tenaga kerja (PHK) sejalan dengan definisi yang dikemukakan oleh Appelbaum (2001), *Downsizing* merupakan strategi bisnis yang didesain untuk meningkatkan kemampuan keuangan perusahaan dengan mengurangi dan merubah struktur tenaga kerja untuk meningkatkan hasil operasionalnya. *Downsizing* merupakan strategi bisnis yang didesain untuk meningkatkan kemampuan keuangan perusahaan dengan mengurangi dan merubah struktur tenaga kerja untuk meningkatkan hasil operasionalnya. Perusahaan memilih melakukan pengurangan jumlah karyawan sebagai langkah jangka pendek agar bisnis dapat berjalan dengan baik.

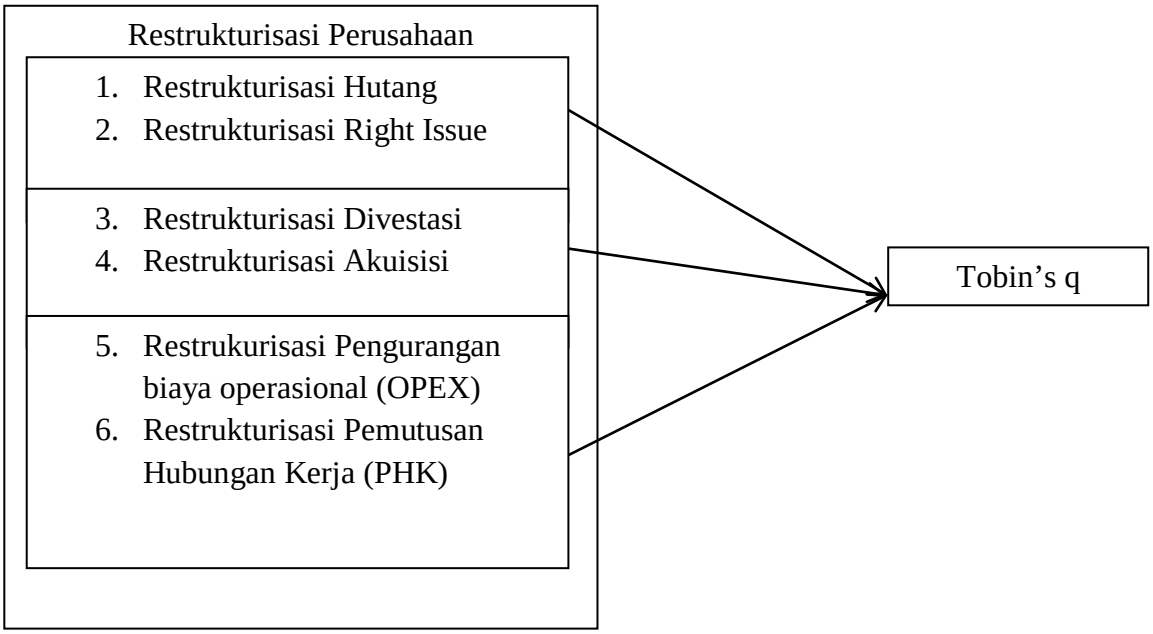
Perampingan tenaga kerja dapat bermanfaat bagi perusahaan jika program perampingan cocok dengan situasinya (Bruton et al.,1996). Penelitian sebelumnya menunjukkan efek positif dari restrukturisasi pemutusan hubungan kerja terhadap kinerja perusahaan. Sementara peneliti yang lain menemukan efek perampingan tenaga kerja yang tidak signifikan dan tidak baik terhadap kinerja perusahaan. Penelitian yang menyajikan efek negatif antara lain: Eichner (2010) menemukan bahwa pengumuman PHK memiliki dampak negatif yang signifikan pada cash flow. Buschmann (2006) menemukan perusahaan Jerman melakukan pengurangan jumlah karyawan, namun tidak menemukan hubungan yang signifikan dengan cash flow.

Singkatnya, hasil yang diharapkan oleh manajemen saat mengambil

keputusan *employee downsizing* guna untuk peningkatan pendapatan perusahaan atau kemampuan yang lebih besar untuk mengendalikan harga produk supaya lebih kompetitif dengan pesaingnya (Hillier, 2007). Dengan kata lain, tujuan dilakukannya *employee downsizing* adalah untuk meningkatkan kinerja perusahaan baik pada perusahaan grup dan non grup. Namun perusahaan yang berada dalam afiliasi mempunyai kemampuan untuk membagi sumber daya manusia dan mengalokasikan sumber daya manusia yang dimilikinya ke kelompok bisnisnya yang memiliki potensi kinerja yang baik. Oleh karena itu, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H6: Pengaruh restrukturisasi pemutusan hubungan kerja (PHK) terhadap kinerja perusahaan grup lebih kuat daripada perusahaan non grup

Sesuai dengan uraian diatas maka penelitian ini mimiliki kerangka pemikiran yang dapat digambarkan sebagai berikut:



Gambar 2.1: Kerangka Penelitian

BAB 3

METODE PENELITIAN

3.1 Populasi & Sampel

Populasi yang menjadi fokus dalam penelitian ini adalah perusahaan Indonesia yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang melakukan restrukturisasi perusahaan. Teknik penentukan sampel dalam penelitian ini yang digunakan *nonprobability sampling* dengan jenis teknik samplingnya yaitu *purposive sampling*, pemilihan jenis sampling ini karena populasi pada penelitian ini sudah diketahui terlebih dahulu yaitu perusahaan emiten yang melakukan restrukturisasi perusahaan.

Dalam penelitian ini perusahaan yang menjadi sampel adalah perusahaan emiten yang melakukan restrukturisasi perusahaan dengan kriteria tertentu yang berdasarkan tujuan penelitian atau permasalahan penelitian ini. Adapun kriteria sampel yang akan digunakan adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang melakukan restrukturisasi tahun 2011 – 2016
2. Perusahaan yang mempublikasikan dengan lengkap laporan tahunan (*annual report*) tahun 2011-2016.
3. Mencakup semua data yang dibutuhkan dalam perhitungan bentuk restrukturisasi dan variabel pada penelitian ini.

3.2 Jenis dan Sumber Data.

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kuantitatif, yaitu data yang dinyatakan dengan angka-angka yang menunjukkan besarnya nilai

variabel yang diteliti. Sedangkan sumber data dalam penelitian ini adalah data sekunder, yaitu data yang didapat dari pihak lain yang telah menghimpunnya terlebih dahulu. Data sekunder digunakan dalam penelitian ini karena data sekunder biayanya lebih murah, lebih mudah diperoleh dan dapat dipercaya keabsahannya dikarenakan laporan keuangan sudah diaudit oleh akuntan publik. Penggunaan sumber data dalam penelitian ini terdiri dari; (1) Laporan tahunan (annual report) untuk semua perusahaan yang terpilih menjadi sampel, untuk tahun 2011 sampai dengan tahun 2016 (2) JSX Monthly Statistic, untuk terbitan Januari tahun 2011 sampai dengan Desember tahun 2016 (3) Indonesian Capital Marker Directory (ICMD), terbitan tahun 2010 sampai dengan tahun 2016.

Pengumpulan data dilakukan dengan metode dokumentasi. Dalam metode ini, data yang diperlukan dikumpulkan dan dicatat, sedangkan mengenai studi pustaka diperoleh dari penelitian-penelitian terdahulu dan ditunjang dengan literatur-literatur lain. Data penelitian diperoleh dari laporan keuangan yang dipublikasikan oleh BEI selama periode penelitian. Periode pengumpulan data yaitu dari 2011-2016.

3.3. Definisi operasional dan Pengukuran Variabel Penelitian

Bagian ini akan menjelaskan definisi operasional bentuk restruktukturisasi yang digunakan dalam desertasi ini dan pengukuran kinerja perusahaan.

3.3.1. Kinerja Perusahaan

Dalam penelitian ini kinerja perusahaan diukur dengan menggunakan Tobin’s Q. Pengukuran kinerja perusahaan dengan Tobin’s q, karena mampu memberikan gambaran mengenai aspek fundamental perusahaan dan pandangan

pasar terhadap perusahaan (sejauh mana pihak luar terutama investor memberikan penilaian terhadap perusahaan). Model ini telah digunakan dalam penelitian yang dilakukan oleh Klapper dan Love (2002), Black, *et.al*. (2003), Darmawati et al., (2005). Tobin's Q *model* dihitung dengan menggunakan formula :

$$Q = \frac{(MVE + DEBT)}{TA}$$

Dimana:
MVE = Jumlah saham biasa perusahaan yang beredar dikali dengan harga penutupan saham
DEBT = Nilai buku dari total hutang
TA = Nilai buku total aktiva perusahaan

3.3.2. Restrukturisasi Hutang

Restrukturisasi hutang merupakan tindakan yang dilakukan perusahaan guna untuk menghindari kegagalan dalam membayar utang yang ada atau guna memperoleh keuntungan dari suku bunga yang rendah. Tindakan dilakukan guna mengurangi suku bunga pinjaman dan atau memperpanjang tanggal ketika kewajiban perusahaan harus dibayar untuk meningkatkan peluang perusahaan membayar kembali pinjamannya atau bentuk lainnya yaitu : *Debt to Equity Swap,* merubah dari posisi hutang jangka pendek menjadi jangka panjang

Bentuk restrukturisasi hutang ini dianggap memenuhi kriteria jika perusahaan menginformasikan melakukan restrukturisasi hutang (dapat berupa antara lain: *Debt to Equity Swap,* penjadwalan ulang yang akan jatuh tempo, penurunan bunga, restrukturisasi hutang dari posisi hutang jangka pendek menjadi jangka panjang). yang informasi tersebut dapat melalui berita dari media dan di peroleh dari annual report perusahaan.

3.3.3. Right Issue

Right issue merupakan tindakan perusahaan dengan memberikan hak pada pemegam saham guna membeli saham baru yang jumlahnya disesuaikan secara proporsional kepemilikan yang sudah dimiliki sebelumnya. Penerbitan *right issue* dengan tujuan untuk menambah kas perusahaan sebagai cara mudah untuk mengatasi masalah kesulitan keuangan, pembiayaan dan kebangkrutan. *Right issue* juga merupakan suatu peningkatan modal disetor suatu perusahaan. Peningkatan modal ini bisa untuk kebutuhan ekspansi, pembayaran utang, atau kombinasi keduannya.

Pada pengumuman *right issue* diharapkan akan memberikan reaksi positif terhadap pasar. Hal itu karena dengan adanya right issue merupakan berita bagus (*good news*) bagi investor bahwa perusahaan memiliki peluang investasi yang akan dimanfaatkan. Hal itu berarti bahwa *right issue* membuktikan kepercayaan investor atau pemegang saham akan masa depan perusahaan. Akan tetapi sebaliknya, *right issue* akan memberikan dampak yang kurang menguntungkan bagi investor jika pemanfaatan hasil dana yang diperoleh dari *right issue* dirasa tidak tepat.

Bentuk restrukturisasi *right issue* ini dianggap memenuhi kriteria restrukturisasi keuangan jika pengumuman *right issue* dari perusahaan yang informasikan melalui Bursa Efek Indonesia dan www.sahamok.com.

3.3.4 Divestasi

Divestasi adalah kebalikan dari investasi, dan itu adalah proses penjualan aset untuk tujuan keuangan, sosial atau politik. Aset yang dapat didivestasikan termasuk anak perusahaan, departemen bisnis, real estat, peralatan, dan properti

lainnya. Selain definisi tersebut terdapat definisi divestasi menurut Benson et al. (1984) divestasi dikategorikan dalam bentuk *spin-off* dan *sell-off*. Rosenfeld (1984) mendefinisikan divestasi sebagai sebuah langkah perubahan portofolio aset perusahaan dengan cara melakukan *sell-offs* ataupun *spin-offs* aset yang tidak diinginkan (bermanfaat lagi).

Divestasi melibatkan perusahaan yang menjual asetnya untuk meningkatkan nilainya dan memperoleh efisiensi yang lebih tinggi. Banyak perusahaan menggunakan divestasi untuk menjual aset yang memungkinkan tim manajemen mendapatkan kembali fokus yang lebih baik pada bisnis inti. Bentuk restrukturisasi divestasi pada penelitian ini meliputi: penjualan anak perusahaan atau unit bisnis termasuk *sell-off, spin-off* dan jenis transaksi yang sama.

Bentuk restrukturisasi divestasi pada penelitian ini dianggap memenuhi kriteria restrukturisasi portofolio jika ada pengumuman restrukturisasi divestasi dari perusahaan yang informasinya dapat di peroleh melalui berita dari media dan dari annual report.

3.3.5 Akuisisi

Akuisisi adalah tindakan korporasi di mana perusahaan membeli sebagian besar, jika tidak semua, saham kepemilikan perusahaan lain untuk mengambil alih kendali. Akuisisi terjadi ketika perusahaan membeli memperoleh lebih dari 50% kepemilikan di perusahaan target.

Restrukturisasi portofolio dalam bentuk akuisisi adalah adanya proses pengakuan pemindahan kepemilikan. Restrukturisasi akuisisi berarti adanya perubahan kepemilikan atau adanya perubahan dominasi dari saham perusahaan

tersebut. Atau dengan perkataan lain akuisisi merupakan adanya proses pengambil alihan kepemilikan atau pengambil alihan saham dari suatu perusahaan dan peralihan aset perusahaan kepada perusahaan lainnya.

Akuisisi sering sebagai bagian dari strategi pertumbuhan perusahaan ketika lebih menguntungkan untuk mengambil alih operasi perusahaan yang ada daripada memperluasnya sendiri. Perusahaan besar akhirnya merasa sulit untuk terus tumbuh tanpa kehilangan efisiensi. Untuk menemukan pertumbuhan yang lebih tinggi dan keuntungan baru, perusahaan besar mungkin mencari perusahaan baru yang menjanjikan untuk memperoleh dan memasukkan ke dalam aliran pendapatannya.

Bentuk restrukturisasi akuisisi dalam penelitian ini dianggap memenuhi kriteria restrukturisasi portofolio jika ada pengumuman akuisisi dari perusahaan yang informasinya dapat di peroleh melalui Bursa Efek Indonesia dan www.sahamok.com.

3.3.6 Biaya operasional (OPEX)

Operating Expenses (OPEX) atau sering disebut dengan biaya operasional adalah sejumlah biaya yang perusahaan harus mengeluarkan guna mendukung berbagai kegiatan atau operasional yang dilakukan oleh perusahaan tersebut. Atau Biaya Operasi atau biaya operasional adalah biaya-biaya yang tidak berhubungan langsung dengan produk perusahaan tetapi berkaitan dengan aktivitas operasi perusahaan sehari-hari. Biaya operasi sering disebut juga dengan istilah SGA (Selling, General, dan Administrative Expenses).

Biaya operasi salah satu tanggung jawab yang harus dihadapi manajemen

dengan menentukan bagaimana biaya operasional yang rendah dapat dikurangi secara signifikan tanpa memengaruhi kemampuan perusahaan untuk bersaing dengan para pesaingnya. Dengan tidak adanya kenaikan harga atau mencari pasar baru atau saluran produk untuk meningkatkan laba, beberapa bisnis berusaha meningkatkan laba bersih dengan mengurangi biaya operasional.

Bentuk restrukturisasi OPEX ini dianggap memenuhi kriteria restrukturisasi operasional jika terdapat pengurangan atau penghematan biaya operasional > 10%. Sesuai dengan penelitian terdahulu oleh Lai dan Sudarsanam (1997), Atanassov dan Kim (2009), Eichner (2 010), yang menetapkan ambang batas sebesar 10 %. Adapun informasi pengurangan OPEX yang dilakukan oleh perusahaan dapat di peroleh dari annual repot yang diterbitkan oleh BEI dan berita dari media.

3.3.7. Pemutusan Hubungan Kerja

Pemutusan hubungan kerja merupakan berhentinya hubungan kerja sama antara perusahaan dengan karyawan, berakhirnya hubungan kerja bisa karena berakhir di tengah kariernya atau disebabkan ketentuan yang telah disepakati. Ketika tuntutan efisiensi harus dipenuhi, maka restrukturisasi merupakan jawabannya. PHK sebagai manifestasi pensiun yang dilaksanakan pada kondisi tidak normal, jika bisnis tersebut menderita secara finansial dan perlu mengurangi biaya, perusahaan tidak punya pilihan selain mem-PHK satu atau lebih karyawan, di sini tentu saja terjadi pemangkasan posisi besar-besaran, sehingga PHK tidak dapat dihindarkan. PHK dimotivasi oleh peningkatan efisiensi yang diharapkan dapat membangkitkan respon positif pada kinerja perusahaan, karena adanya

penghematan maka diharapkan dapat menghasilkan peningkatan profitabilitas dalam perusahaan. Sehingga dalam penelitian ini untuk melihat dampak dari *employee downsizing* terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Bentuk restrukturisasi pemutusan hubungan kereja ini dianggap memenuhi kriteria restrukturisasi organisasi jika terdapat perusahaan yang melakukan pemutusan hubungan kerja diatas 15%. Sesuai dengan penelitian terdahulu oleh Marcel Naujoks (2012), Atanassov dan Kim (2009). Informasi pemutusan hubungan kerja yang dilakukan oleh perusahaan dapat di peroleh melalui annual repot yang diterbitkan oleh BEI dan berita dari media.

3.4. Teknik Analisis Data

Analisis data diperlukan dalam proses penelitian setelah semua data sudah terkumpul secara lengkap. Ketajaman dan ketepatan dalam penggunaan alat analisis sangat menentukan keakuratan tercapainya tujuan dalam penelitian ini. Adapun tahapan analisis dalam penelitian ini yang pertama melakukan analisis statistik deskriptif terlebih dahulu setelah data terkumpul. Selanjutnya melakukan pengujian normalitas untuk data sampel yang lebih dari 30. Sedangkan data sampel yang lebih kecil dari 30 tidak diperlukan pengujian normalitas, adapun alat uji hipotesis pada penelitian adalah alat uji parametrik dan non-parametrik.

3.4.1. Statistik Deskriptif

Merupakan metode yang berkait dengan pengumpulan dan penyajian sekumpulan data yang meliputi nilai mean, median, minimum, maksimum, dan standar deviasi, sehingga dapat memberikan informasi yang berguna. Statistik deskriptif berguna untuk melihat keadaan data awal yang telah didapatkan.

3.4.2. Uji Normalitas

Uji normalitas dilakukan untuk menentukan alat uji statistik apa yang sebaiknya digunakan untuk pengujian hipotesis. Apabila berdistribusi normal maka digunakan test parametrik, sebaliknya apabila data berdistribusi tidak normal maka alat uji satatistik non parametrik. Data dinyatakan berdistribusi normal jika signifikan lebih besar dari 5% atau 0,05. Sebaliknya jika data dinyatakan berdistribusi tidak normal jika signifikan lebih kecil dari 5% atau 0.05

Uji normalitas dilakukan untuk mengetahui apakah data sudah terdistribusi dengan normal atau tidak. Pengujian normalitas pada penelitian ini hanya untuk sampel yang lebih dari 30 data. Sedangkan sampel yang datanya lebih kecil dari 30 data tidak dilakukan uji normalitas.

3.4.3 Pengujian Hipotesis

Pengujian dalam penelitian ini menggunakan uji beda, uji ini dipergunakan untuk mencari perbedaan dua kelompok mempunyai anggota yang sama, alat uji yang dipergunakan dalam penelitian ini yaitu uji sampel berpasangan paired test atau wilcoxon signed rangks test. Paired Sampel T Test atau Wilcoxon Signed Rank Test digunakan untuk mengetahui perbedaan kinerja sebelum dan setelah pelaksanaan restrukturisasi hutang, restrukturisasi right issue, restrukturisasi divestasi, restrukturisasi akuisisi, restrukturisasi penghematan biaya operasional (OPEX) dan restrukturisasi pemutusan hubungan kerja (PHK).

Untuk data sampel yang lebih dari 30 dilakukan pengujian normalitas guna menentukan alat uji apa yang sesuai dalam pengujian ini. Apabila data berdistribusi normal maka digunakan uji parametrik yaitu *Paired Sample T Test*, sebaliknya jika data berdistribusi tidak normal maka digunakan uji non-parametrik

yaitu *Wilcoxon Signed Rank Test*. Sedangkan untuk data sampel yang lebih kecil dari 30 data tidak diperlukan uji normalitas adapun alat pengujian hipotesisnya adalah uji non-parametrik dengan menggunakan *Wilcoxon Signed Rank Test.*

Pengujian hipotesis dianggap terbukti jika hasil signifikasi perusahaan grup lebih kecil daripada 5% sebaliknya nilai signifikasi perusahaan non grup lebih besar daripada 5%. Jika nilai signifikansi perusahaan grup dan non grup hasilnya sama lebih kecil daripada 5% maka untuk menentukan terbuktinya hipotesis dengan melihat nilai signifikansi hasil uji korelasi kinerja perusahaan grup dan non grup. Jika hasil uji korelasi nilai signifikasi perusahaan grup lebih kecil daripada 5% sebaliknya nilai signifikasi perusahaan non grup lebih besar daripada 5%, maka hipotesis terbukti dan dapat diterima.

BAB IV

HASIL ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1. Deskripsi data penelitian

Sampel yang menjadi fokus dalam penelitian ini adalah perusahaan di Indonesia yang melakukan retrukturisasi perusahaan dari tahun 2011 sampai dengan 2016 yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI).

Teknik penentukan sampel dalam penelitian ini menggunakan *nonprobability sampling* dengan jenis teknik samplingnya yaitu *purposive sampling*, pemilihan jenis sampling ini karena populasi pada penelitian ini sudah diketahui terlebih dahulu yaitu perusahaan emiten yang melakukan restrukturisasi perusahaan.

Dalam penelitian ini perusahaan yang menjadi sampel adalah perusahaan emiten yang melakukan restrukturisasi perusahaan dengan kriteria tertentu yang berdasarkan tujuan penelitian atau permasalahan penelitian ini dan peneliti sudah menentukan kriterianya di Bab III. Sampel penelitian yang mendasarkan pada kriteria di Bab III dapat disajikan pada Tabel 4.1 sebagai berikut:

Tabel 4.1
Jenis restrukturisasi sampel perusahaan

No	Jenis Restrukturisasi	Jumlah
1	Restrukturisasi Hutang	11
2	Right Issue	56
3	Divestasi	11
4	Akuisisi	30
5	OPEX	15
6	PHK	9
Total		132

Berdasarkan tabel 4.1 tersebut di atas selanjutnya digunakan untuk membuat daftar perbandingan jenis restukturisasi perusahaan grup dan perusahaan non grup yang disajikan pada tabel 4.2.

Tabel 4.2
Perbandingan jenis restrukturisasi perusahaan grup dan non grup

No	Jenis Restrukturusasi	Grup	Non Grup
1	Restrukturisasi Hutang	7	4
2	Right Issue	33	23
3	Divestasi	8	3
4	Akuisisi	26	4
5	OPEX	10	5
6	PHK	6	3
Jumlah		**90**	**42**
Total		**132**	

Berdasarkan tabel 4.2 dapat diketahui bahwa perusahaan yang melakukan restrukturisasi perusahaan dari tahun 2011 sampai dengan tahun 2016 dan telah di seleksi sesuai dengan kriteria-kriteria yang telah ditentukan di atas, maka didapatkan sampel sebanyak 132 perusahaan yang terdiri dari perusahaan grup sebanyak 90 sampel perusahaan dan perusahaan nongrup sebanyak 42 sampel perusahaan.

4.2 Pengujian Statistik Deskriptif Nilai Tobin's Q Perusahaan yang Melakukan Restrukturisasi

Tabel 4.2 akan digunakan dalam penelitian ini untuk diperoleh gambaran statistik deskriptif. Statistik deskriptif dalam penelitian ini dilakukan sesuai dengan periode pengamatan yaitu 1 tahun sebelum (H-1) dan 1 tahun sesudah

(H+1) yang melakukan restrukturisasi perusahaan. Tabel 4.3 merupakan statistik deskriptif dari kinerja perusahaan grup yang didalamnya terdapat nilai minimum, nilai maksimum, rata-rata,median dan standart deviasi. Perhitungan ini dihitung dengan menggunakan data kinerja perusahaan grup sebelum dan sesudah melakukan restrukturisasi perusahaan. Kinerja perusahaan berdasarkan perhitungan tobin's q. Adapun tabelnya sebagai berikut:

Tabel 4.3

Statistik Deskriptif Nilai Tobin's Q Perusahaan Grup yang Melakukan Restrukturisasi

	Sebelum						**Setelah**					
	RH	RI	Div	Akuisisi	OPEX	PHK	RH	RI	Div	Akuisisi	OPEX	PHK
N	7	33	8	26	10	6	7	33	8	26	10	6
Mean	2,157	1,177	1,118	1,553	1,883	2,159	5,126	1,780	1,945	2,101	2,679	3,17
Standar Deviasi	2,123	1,244	0,492	1,047	1,797	2,314	2,476	1,647	0,769	1,134	2,481	3,13
Min.	0,540	0,0105	0,382	0,217	0,724	0,624	1,878	0,194	1,117	0,756	1,177	1,51
Median	1,799	0,820	1,100	1,378	1,0867	1,335	5,231	1,231	1,916	1,880	2,105	1,94
Maks.	6,707	6,115	1,890	5,014	6,707	6,707	9,530	8,705	2,814	5,427	9,530	9,53

Berdasarkan pada tabel 4.3 statistik deskriptif nilai Tobin's Q perusahaan grup, memperlihatkan data sebelum dan setelah melakukan restrukturisasi hutang perusahaan grup, jumlah sampel penelitian sebanyak 7 sampel perusahaan. Nilai mean sebelum melakukan restrukturisasi hutang pada perusahaan grup sebesar 2,157, nilai standart deviasi 2,123, nilai minimal 0,540, nilai maksimal 6,707 dan median nilainya sebesar 1,799. Sedangkan nilai mean setelah melakukan restrukturisasi hutang pada perusahaan grup sebesar 5,126, standart deviasi nilainya 2,476, nilai minimal 1,878, nilai maksimal 9,530 dan median nilainya

sebesar 5,231.

Berdasarkan pada tabel 4.3 memperlihatkan data sebelum dan setelah melakukan *right issue* perusahaan grup, jumlah sampel penelitian sebanyak 33 sampel perusahaan. Nilai mean sebelum melakukan *right issue* pada perusahaan grup sebesar 1,177, nilai standart deviasi sebesar 1,244, nilai minimal sebesar 0,0105, nilai maksimal sebesar 6,115 dan median nilainya sebesar 0,820. Sedangkan nilai rata-rata sesudah dilakukan *right issue* pada perusahaan grup sebesar 1,780 dengan standart deviasi sebesar 1,647 dengan nilai dimulai paling kecil atau minimal sebesar 0,194 sampai dengan nilai maksimal sebesar 8,704 dan nilai median sebesar 1,231.

Berdasarkan pada tabel 4.3 memperlihatkan data sebelum dan setelah melakukan divestasi perusahaan grup, jumlah sampel penelitian sebanyak 8 sampel perusahaan. Nilai mean sebelum melakukan divestasi perusahaan grup sebesar 1,118, nilai standart deviasi 0,492, nilai minimal 0,382, nilai maksimal 1,890 dan median nilainya sebesar 1,100. Sedangkan nilai mean setelah melakukan divestasi perusahaan grup sebesar 1,945, nilai standar deviasi sebesar 0,769, nilai minimal 1,117, nilai maksimal 2,814 dan median nilainya sebesar 1,916.

Berdasarkan pada tabel 4.3 memperlihatkan data sebelum dan setelah melakukan akuisisi pada perusahaan grup, jumlah sampel penelitian sebanyak 26 sampel perusahaan. Nilai mean sebelum melakukan akuisisi perusahaan grup sebesar 1,553, nilai standart deviasi 1,047, nilai minimal 0,217, nilai maksimal 5,014 dan median nilainya sebesar 1,378. Sedangkan nilai mean setelah

melakukan akuisisi pada perusahaan grup sebesar 2,101, nilai standart deviasi 1,134, nilai minimal 0,756, nilai maksimal 5,427 dan median nilainya sebesar 1,880.

Berdasarkan pada tabel 4.3 memperlihatkan data sebelum dan setelah melakukan pengurangan biaya operasional (OPEX) pada perusahaan grup, jumlah sampel penelitian sebanyak 10 sampel perusahaan. Nilai mean sebelum melakukan pengurangan biaya operasional (OPEX) perusahaan grup sebesar 1,883, nilai standart deviasi 1,797, nilai minimal 0,724, nilai maksimal 6,707 dan median nilainya sebesar 1,087. Sedangkan nilai mean setelah melakukan pengurangan biaya operasional (OPEX) perusahaan grup sebesar 2,679, nilai standart deviasi 2,481, nilai minimal 1,177, nilai maksimal 9,530 dan median nilainya sebesar 2,105.

Berdasarkan pada tabel 4.3 memperlihatkan data sebelum dan setelah melakukan PHK pada perusahaan grup, jumlah sampel penelitian sebanyak 6 sampel perusahaan. Nilai mean sebelum melakukan PHK pada perusahaan grup sebesar 2,159, nilai standart deviasi 2,314, nilai minimal 0,624, nilai maksimal 6,707 dan median nilainya sebesar 1,335. Sedangkan nilai mean setelah melakukan PHK pada perusahaan grup sebesar 3,17, nilai standart deviasi 3,13, nilai minimalnya 1,51, nilai maksimum 9,53 dan median nilainya sebesar 1,94

Tabel 4.2 akan digunakan dalam penelitian ini untuk diperoleh gambaran statistik deskriptif. Statistik deskriptif dalam penelitian ini dilakukan sesuai dengan periode pengamatan yaitu 1 tahun sebelum (H-1) dan 1 tahun sesudah (H+1) yang melakukan restrukturisasi perusahaan. Tabel 4.4 merupakan statistik

deskriptif dari kinerja perusahaan nongrup yang didalamnya terdapat nilai minimum, nilai maksimum, rata-rata, median dan standart deviasi. Perhitungan ini dihitung dengan menggunakan data kinerja perusahaan grup sebelum dan sesudah melakukan restrukturisasi perusahaan. Kinerja perusahaan berdasarkan perhitungan tobin's q. Adapun tabelnya sebagai berikut:

Tabel 4.4

Statistik Deskriptif Nilai Tobin's Q Perusahaan Nongrup yang Melakukan Restrukturisasi

	Sebelum						**Setelah**					
	RH	RI	Div	Akuisisi	OPEX	PHK	RH	RI	Div	Akuisisi	OPEX	PHK
N	4	23	3	4	5	3	4	23	3	4	5	3
Mean	1,565	0,875	0,2418	0,966	0,833	0,571	1,681	1,006	0,869	0,812	1,2258	1,325
Standar Deviasi	1,247	0,672	0,1494	0,385	0,246	0,224	1,761	0,762	0,329	0,300	0,1968	0,284
Minimun	0,706	0,0473	0,1433	0,513	0,480	0,313	0,521	0,0556	0,633	0,459	0,9877	1,043
Median	1,092	0,977	0,1683	0,972	0,862	0,699	0,951	0,0976	0,730	0,815	1,1906	1,321
Maksimum	3,368	2,700	0,4137	1,407	1,103	0,702	4,302	3,176	1,245	1,160	1,5242	1,611

Berdasarkan pada tabel 4.4 statistik deskriptif nilai Tobin's Q perusahaan nongrup, memperlihatkan data sebelum dan setelah melakukan restrukturisasi hutang pada perusahaan nongrup, jumlah sampel penelitian sebanyak 4 sampel perusahaan. Nilai mean sebelum melakukan restrukturisasi hutang pada perusahaan non grup sebesar 1,565, nilai standart deviasi 1,247, nilai minimum 0,706, nilai maksimal 3,368. Sedangkan nilai mean setelah melakukan restrukturisasi hutang perusahaan non grup sebesar 1,681, nilai standart deviasi 1.761, nilai minimum sebesar 0,521, nilai maksimum 4,302 dan median nilainya 0,951.

Berdasarkan pada tabel 4.4 memperlihatkan data sebelum dan setelah melakukan *right issue* pada perusahaan non grup, jumlah sampel penelitian sebanyak 23 sampel perusahaan. Nilai mean sebelum melakukan *right issue* pada perusahaan non grup sebesar 0,875, nilai standart deviasi sebesar 0,672, nilai minimum 0,047, nilai maksimum 2,700. Sedangkan nilai mean setelah melakukan right issue perusahaan nongrup sebesar 1,006, nilai standart deviasi 0,762, nilai minimum 0,056, nilai maksimum 3,176 dan median nilainya sebesar 0,976.

Berdasarkan pada tabel 4.4 memperlihatkan data sebelum dan setelah melakukan divestasi perusahaan nongrup, jumlah sampel penelitian sebanyak 3 sampel perusahaan. Nilai mean sebelum melakukan divestasi perusahaan non grup sebesar 0,2418, nilai standart deviasi 0,1494, nilai minimum 0,1433, nilai maksimum 0,4137. Sedangkan nilai mean setelah melakukan divestasi pada perusahaan nongrup sebesar 0,869, nilai standart deviasi 0,329, nilai minimum 0,633, nilai maksimum 1,245 dan median nilainya 0,730.

Berdasarkan pada tabel 4.4 memperlihatkan data sebelum dan setelah melakukan akuisisi perusahaan nongrup, jumlah sampel penelitian sebanyak 4 sampel perusahaan. Nilai mean sebelum melakukan akuisisi pada perusahaan non grup 0,966, nilai standart deviasi 0,385, nilai minimum 0,513, nilai maksimum 1,407 dan median nilainya 0,972. Sedangkan nilai mean setelah melakukan akuisisi pada perusahaan non grup 0,812, nilai standart deviasi 0,300, nilai minimum 0,459, nilai maksimum 1,160 dan median nilainya 0,815.

Berdasarkan pada tabel 4.4 memperlihatkan data sebelum dan setelah melakukan pengurangan biaya operasional (OPEX) perusahaan nongrup, jumlah

sampel penelitian 5 sampel perusahaan. Nilai mean sebelum melakukan pengurangan biaya operasional (OPEX) pada perusahaan nongrup 0,833, nilai standart deviasi 0,246, nilai minimum 0,480, nilai maksimum 1,103 dan median nilainya 0,862. Sedangkan nilai mean setelah melakukan pengurangan biaya operasional (OPEX) pada perusahaan non grup 1,2258, nilai standart deviasi 0,1968, nilai minimum 0,9877, nilai maksimum 1,5242 dan median nilainya 1,1906.

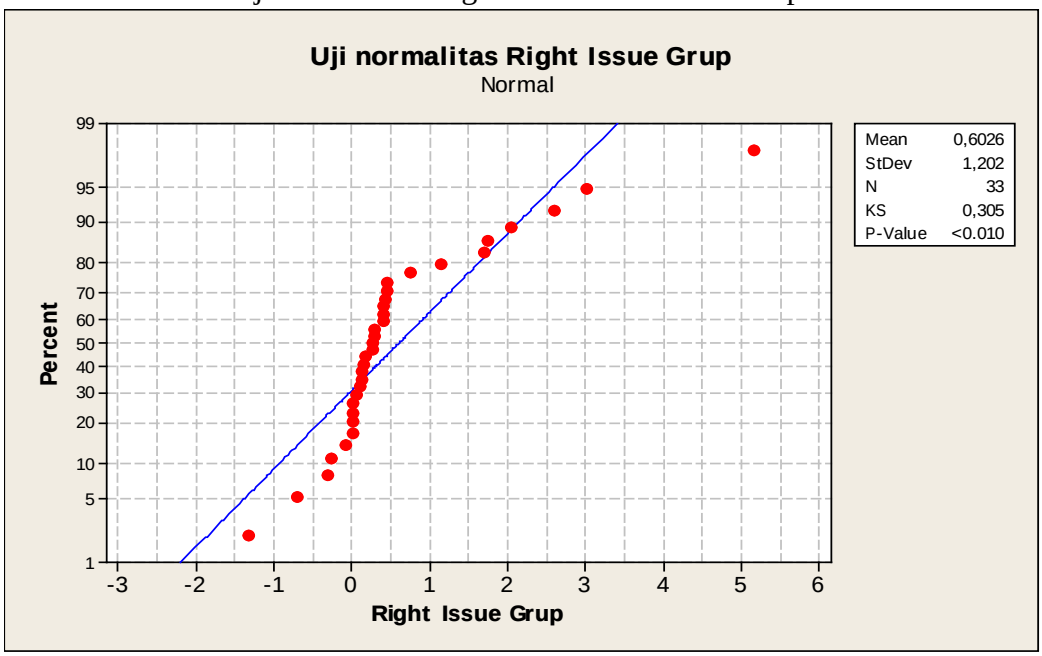
Berdasarkan pada tabel 4.4 memperlihatkan data sebelum dan setelah melakukan pemutusan hubungan kerja (PHK) perusahaan nongrup, jumlah sampel penelitian 3 sampel perusahaan. Nilai mean sebelum melakukan pemutusan hubungan kerja perusahaan non grup 0,571, nilai standart deviasi 0,224, nilai minimum 0,313, nilai maksimum 0,702 dan median nilainya 0,699. Sedangkan nilai mean setelah melakukan pemutusan hubungan kerja (PHK) perusahaan non grup 1,325, nilai standart deviasi 0,284, nilai minimum 1,043, nilai maksimum 1,611 dan median nilainya 1,321.

4.3. Pengujian Normalitas Nilai Tobin's Q Perusahaan Grup yang Melakukan Restrukturisasi Right Issue

Uji normalitas dilakukan untuk menentukan alat uji statistik apa yang sebaiknya digunakan untuk pengujian hipotesis. Apabila berdistribusi normal maka digunakan test parametrik, sebaliknya apabila data berdistribusi tidak normal maka alat uji satatistik non parametrik. Data dinyatakan berdistribusi normal jika signifikan lebih besar dari 5% atau 0,05. Sebaliknya jika data dinyatakan berdistribusi tidak normal jika signifikan lebih kecil dari 5% atau 0.05.

Pengujian normalitas hanya untuk sampel yang lebih dari 30 data. Sedangkan sampel yang datanya lebih kecil dari 30 sehingga tidak dilakukan uji normalitas. Sampel penelitian yang datanya lebih kecil dari 30 sehingga tidak dilakukan uji normalitas hal ini berlaku pada restrukturisasi hutang, restrukturisasi right issue perusahaan non grup, restrukturisasi divestasi, restrukturisasi akuisisi, restrukturisasi opek dan restrukturisasi phk. Sedangkan sampel perusahaan yang melakukan restrukturisasi *right issue* perusahaan grup diatas 30 (> 30) yaitu sebanyak 33 sampel, sehingga perlu terlebih dahulu melakukan uji normalitas. Hasil pengujiannya sebagai berikut:

Tabel : 4.5
Uji Normalitas Right Issue Perusahaan Grup



Berdasarkan tabel 4.5 terdapat 33 data untuk pengujian normalitas kinerja perusahaan grup yang melakukan right issue, menggunakan metode *kolmogorov* menunjukkan nilai P-value < 0.010, hal ini bermakna bahwa nilai P-value lebih kecil dari 0.05, maka variabel dinyatakan berdistribusi tidak normal maka

digunakan uji non-parametrik yaitu *Wilcoxon Signed Rank Test.*

4.4. Pengujian Hipotesis

Pengujian dalam penelitian ini menggunakan uji beda, yaitu wilcoxon signed rangks test karena dalam penelitian ini data berdistribusi tidak normal maka digunakan uji non-parametrik yaitu *Wilcoxon Signed Rank Test*. Berikut adalah hasil pengujian:

Tabel 4. 6
Wilcoxon Signed Rank Test Restrukturisasi Perusahaan Grup dan Non Grup

Grup						Non Grup					
Jenis Rest	Median		Wilcoxon Statistic	Sig.	Kesimpulan	Jenis Rest	Median		Wilcoxon Statistic	Sig.	Kesimpulan
	Sebelum	Sesudah					Sebelum	Sesudah			
RH	1,799	5,231	28,0	0,022	Signifikan	RH	1,093,231	0,951	5,0	1,000	Tidak Signifikan
RI	0,820	1,231	475,0	0,001	Signifikan	RI	0,799	0,976	212,0	0,025	Signifikan
Div.	1,100	1,916	36,0	0,014	Signifikan	Div.	0,1683	0,730	6,0	0,181	Tidak Signifikan
Akuisisi	1,378	1,880	329,0	0,000	Signifikan	Akuisisi	0,972	0,815	0,0	0,100	Tidak Signifikan
OPEX	1,087	2,105	55,0	0,006	Signifikan	OPEX	0,862	1,190	15,0	0,06	Tidak Signifikan
PHK	1,335	1,940	21,0	0,036	Signifikan	PHK	0,699	1,321	6,0	0,181	Tidak Signifikan

4.4.1 Pengujian Hipotesis 1: Pengaruh restrukturisasi hutang terhadap kinerja perusahaan grup lebih kuat daripada perusahaan nongrup

Berdasarkan hasil pada tabel 4.6 *Wilcoxon Signed Rank Test* untuk perusahaan grup terlihat bahwa nilai signifikansi (P-Value) sebesar 0.022 yang berarti nilai signifikansi (P-value) lebih kecil dari 0.05 (0.022 < 0.05) jadi perusahaan grup mengalami kenaikan signifikan pada nilai mediannya sebesar 3,452 dari 1,799 menjadi 5,231. Sedangkan perusahaan nongrup menunjukkan nilai signifikansi (P-value) sebesar 1.000, yang berarti bahwa nilai signifikansi (P-value) lebih besar dari 0.05 (1.000 > 0.05) jadi perusahaan nongrup ada penurunan pada nilai

mediannya sebesar 0,141 sehingga tidak signifikan.

Berdasarkan hasil pengujian pada tabel 4.6 memperlihatkan pengaruh restrukturisasi hutang terhadap kinerja perusahaan grup lebih kuat daripada perusahaan nongrup data mendukung. Hal ini memperlihatkan bahwa hipotesis pertama terbukti pengaruh restrukturisasi hutang terhadap kinerja perusahaan grup lebih kuat daripada perusahaan non grup.

4.4.2 Pengujian Hipotesis 2: Pengaruh restrukturisasi *right issue* terhadap kinerja perusahaan grup lebih kuat daripada perusahaan nongrup

Berdasarkan pengujian pada tabel 4.6 *Wilcoxon Signed Rank Test* untuk perusahaan grup terlihat bahwa nilai signifikansi (P-Value) sebesar 0.001 yang menunjukkan bahwa nilai signifikansi (P-Value) lebih kecil dari 0,05 (0.001 < 0.05) dan perusahaan grup mengalami kenaikan signifikan pada nilai median sebesar 411 dari 0,820 menjadi 1,231. Sedangkan untuk perusahaan nongrup terlihat bahwa nilai signifikansi (P-Value) sebesar 0.025 yang menunjukkan bahwa nilai signifikansi (P-Value) lebih kecil dari 0,05 (0.025 < 0.05) dan perusahaan nongrup mengalami kenaikan signifikan pada nilai mediannya sebesar 0,177 dari 0,799 menjadi 0,976. Berarti bahwa restrukturisasi *right issue* berpengaruh terhadap kinerja perusahaan grup dan nongrup sama kuatnya. Selanjutnya untuk membuktikan hipotesis kedua diperlukan uji korelasi.

Tabel 4.7.

Hasil Uji Korelasi

Jenis Perusahaan	Pearson **Corralation**	**Signifikansi**
Grup	0,411	,000
Non Grup	0,365	,022

Hasil dari tabel 4.7 menunjukkan nilai signifikansi perusahaan grup dan non grup terlihat lebih kecil dari 0,05 yang berarti bahwa hubungan restrukturisasi *right issue* pada kinerja perusahaan grup dan nongrup sama kuatnya. Hal ini menunjukkan bahwa pengujian hipotesis kedua tidak terbukti pengaruh restrukturisasi *right issue* terhadap kinerja perusahaan grup lebih kuat daripada perusahaan nongrup.

4.4.3. Pengujian Hipotesis 3: Pengaruh restrukturisasi divestasi terhadap kinerja perusahaan grup lebih kuat daripada perusahaan nongrup

Berdasarkan hasil pengujian pada tabel 4.6 *Wilcoxon Signed Rank Test* untuk perusahaan grup terlihat bahwa nilai signifikansi (P-Value) sebesar 0.014 yang menunjukkan bahwa nilai signifikansi (P-Value) lebih kecil dari 0,05 (0.014 < 0.05), dan perusahaan grup mengalami kenaikan signifikan pada nilai mediannya sebesar 0,816 dari 1,100 menjadi 1,916. Sedangkan perusahaan non grup nilai signifikansi (P-value) sebesar 0.181 yang menunjukkan bahwa nilai signifikansi (P-Value) lebih besar dari 0.05 (0.181 > 0.05) dan perusahaan non grup ada penurunan pada nilai mediannya sebesar 0,953 sehingga tidak signifikan.

Berdasarkan hasil pengujian pada tabel 4.6 dan hasil signifikansi bahwa pengaruh restrukturisasi divestasi terhadap kinerja perusahaan grup lebih kuat

daripada perusahaan nongrup, data mendukung. Hal ini memperlihatkan pengujian hipotesis ketiga terbukti pengaruh restrukturisasi divestasi terhadap kinerja perusahaan grup lebih kuat daripada perusahaan non grup.

4.4.4 Pengujian Hipotesis 4: Pengaruh restrukturisasi akuisisi terhadap kinerja perusahaan grup lebih kuat daripada perusahaan nongrup.

Berdasarkan hasil pengujian pada tabel 4.6 *Wilcoxon Signed Rank Test* untuk perusahaan grup terlihat bahwa nilai signifikansi (P-Value) sebesar 0.000 yang menunjukkan bahwa nilai signifikansi (P-Value) lebih kecil dari 0,05 (0.000 < 0.05), dan perusahaan grup mengalami kenaikan signifikan pada nilai mediannya sebesar 0,502 dari 1,378 menjadi 1,880. Sedangkan untuk perusahaan non grup nilai signifikansi (P-value) sebesar 0.100 bahwa nilai signifikansi (P-Value) lebih besar dari 0.05 (0.100 > 0.05) dan perusahaan nongrup ada penurunan pada nilai mediannya sebesar 0,157 sehingga tidak signifikan.

Berdasarkan hasil pengujian pada tabel 4.6 dan hasil signifikansi bahwa pengaruh restrukturisasi akuisisi terhadap kinerja perusahaan grup lebih kuat daripada perusahaan nongrup, data mendukung. Hal ini memperlihatlan bahwa pengujian hipotesis keempat terbukti pengaruh restrukturisasi akuisisi terhadap kinerja perusahaan grup lebih kuat daripada perusahaan nongrup.

4.4.5 Pengujian Hipotesis 5: Pengaruh restrukturisasi biaya operasional (OPEX) terhadap kinerja perusahaan grup lebih kuat daripada perusahaan nongrup

Berdasarkan hasil pengujian pada tabel 4.6 *Wilcoxon Signed Rank Test* untuk perusahaan grup terlihat bahwa nilai signifikansi (P-Value) sebesar 0.006 yang menunjukkan bahwa nilai signifikansi (P-Value) lebih kecil dari 0,05 (0.006

< 0.05), dan perusahaan grup mengalami kenaikan signifikan pada nilai mediannya sebesar 1,018 dari 1,087 menjadi 2,105. Sedangkan untuk perusahaan nongrup nilai signifikansi (P-value) sebesar 0.06 bahwa nilai signifikansi (P-Value) lebih besar dari 0.05 (0.06 > 0.05) dan perusahaan nongrup mengalami kenaikan pada nilai mediannya sebesar 0,328 dari 0,862 menjadi 1,190 tidak signifikan, jika taraf signifikansinya 0.10 maka nilai signifikansi (P-Value) lebih kecil dari 0.05 yang berarti signifikan.

Berdasarkan hasil pengujian pada tabel 4.6 dan hasil signifikansi menunjukkan bahwa perusahaan grup signifikan dengan tingkat keyakinan 99% sedangkan perusahaan non grup signifikan dengan tingkat keyakinan 90%, berdasarkan tingkat keyakinan tersebut maka restrukturisasi pengurangan biaya operasional (OPEX) berpengaruh pada kinerja perusahaan grup lebih kuat daripada non grup didukung data. Hasil ini memperlihatkan pengujian hipotesis kelima terbukti pengaruh restrukturisasi OPEX terhadap kinerja perusahaan grup lebih kuat daripada nongrup.

4.4.6 Pengujian Hipotesis 6: Pengaruh restrukturisasi pemutusan hubungan kerja terhadap kinerja perusahaan grup lebih kuat daripada nongrup.

Hasil pengujian pada tabel 4.6 Wilcoxon Signed Rank Test untuk perusahaan grup terlihat bahwa nilai signifikansi (P-Value) sebesar 0.036 yang menunjukkan bahwa nilai signifikansi (P-Value) lebih kecil dari 0.05 (0.000 < 0.05) dan perusahaan grup mengalami kenaikan signifikan pada nilai mediannya sebesar 0,605 dari 1,335 menjadi 1,940. Sedangkan untuk perusahaan nongrup nilai signifikansi (P-value) sebesar 0.181 bahwa nilai signifikansi (P-Value) lebih

besar dari 0.05 (0.181 > 0.05), dan perusahaan nongrup mengalami peningkatan pada nilai mediannya sebesar 0,622 dari 0,699 menjadi 1,321 namun tidak signifikan.

Berdasarkan hasil pengujian pada tabel 4.6 dan hasil signifikansi bahwa pengaruh restrukturisasi pemutusan hubungan kerja (PHK) terhadap kinerja perusahaan grup lebih kuat daripada non grup data mendukung. Hal ini memperlihatkan bahwa pengujian hipotesis keenam terbukti pengaruh restrukturisasi pemutusan hubungan kerja (PHK) terhadap kinerja perusahaan grup lebih kuat daripada non grup.

4.5 Pembahasan Hasil Penelitian

4.5.1. Pengaruh restrukturisasi hutang terhadap kinerja perusahaan grup dan perusahaan non grup

Berdasarkan uji statistik maka dapat disimpulkan pengujian hipotesis pertama terbukti pengaruh restrukturisasi hutang terhadap kinerja perusahaan grup lebih kuat daripada nongrup. Hasil penelitian ini menemukan bukti kuat untuk menerima pandangan bahwa perusahaan guna terhindar dari kebangkrutan maka restrukturisasi hutang perlu dilakukan perusahaan (Gilson, 1990).

Restrukturisasi hutang merupakan tindakan yang dilakukan oleh perusahaan swasta atau publik yang sedang menghadapi masalah arus kas atau kesulitan keuangan untuk menghindari risiko gagal bayar dengan melakukan negosiasi kembali utang-piutang yang macetnya, misalkan dengan cara melakukan *debt to asset swap* atau *grace period, hair cut, rescheduling, reconditioning* atau *debt for equity conversion* dengan tujuan utamanya agar kinerja perusahaan

meningkat. Hal ini sesuai dengan penelitian Azman dan Muthalib (2004) yang meneliti dampak restrukturisasi hutang perusahaan terhadap profitabilitas perusahaan-perusahaan Malaysia, penelitian ini menyimpulkan bahwa retrukturisasi hutang meningkatkan profitabilitas perusahaan secara signifikan.

Hasil penelitian ini memberikan kontribusi bahwa pengaruh restrukturisasi hutang terhadap kinerja perusahaan grup lebih kuat dibandingkan nongrup, karena perusahaan yang berafiliasi dalam satu kelompok bisnis lebih mudah melakukan restrukturisasi hutang daripada perusahaan tunggal, hal ini dikarenakan perusahaan kelompok memiliki kelebihan dibandingkan perusahaan tunggal. Pertama kebijakan restrukturisasi hutang pada perusahaan grup bervariatif ada 5 jenis restrukturisasi hutang yaitu: Penghapusan utang, perpanjangan jatuh tempo pembayaran utang (*rescheduling*), mengkonversi utangnya menjadi saham (*debt to equity swap*), *grace period*, *hair cut*, dan *debt to asset swap*. Sementara kebijakan restrukturisasi hutang pada perusahaan non grup hanya mengkonversi utang menjadi saham atau *debt to equity swap.*

Kedua, kemampuan mengakses modal internal. Kemampuan mengakses modal internal dalam perusahaan grup inilah yang menyebabkan grup afiliasi lebih mudah memperoleh pendanaan dalam bentuk hutang. Perusahaan grup dapat mengalokasikan modal antar perusahaan yang termasuk dalam grupnya sehingga dapat membawa manfaat ekonomi, terutama ketika susah mendapatkan pendanaan eksternal dapat menggunakan dana internal yang bersumber dari hasil operasi perusahaan perusahaan induk dan anak perusahaan. Meskipun memiliki hutang yang cukup banyak dan menanggung risiko besar, hal ini bisa saja menyebabkan

nilai perusahaan grup tidak menurun karena ada keringanan yang diberikan oleh perusahaan lain yang masih tergabung dalam satu grup sehingga cenderung mengurangi kekhawatiran investor.

Sesuai dengan penelitian Chang dan Hong (2000) mengatakan bahwa perusahaan yang berada dalam grup afiliasi memperoleh keuntungan melalui *sharing intangible* dan sumber finansial dengan anggota yang berada dalam grup tersebut.

Ketiga, keuntungan yang dimiliki perusahaan grup. Keuntungan yang dimiliki perusahaan kelompok yakni para anggota afiliasi memiliki kemampuan untuk saling membantu satu dengan yang lain. Jika terdapat perusahaan yang tergabung dalam grup menemui kesulitan keuangan maka perusahaan yang tergabung dalam afiliasi akan memberikan bantuan kepada anggota lain yang mengalami kesulitan keuangan sehingga perusahaan yang kesulitan keuangan tersebut dapat diselamatkan, dengan kondisi seperti itu maka meskipun perusahaan memiliki hutang yang tinggi tetapi investor masih merasa aman.

4.5.2. Pengaruh restrukturisasi right issue terhadap kinerja perusahaan grup dan perusahaan nongrup

Perusahaan-perusahaan emiten agar ekuitasnya meningkat maka dapat melakukan restrukturisasi *righ issue* (Lambrechts and Mostert, 1980), *Righ issue* merupakan proses bagi pemegang saham untuk diberikan pilihan membeli saham baru yang diterbitkan oleh perusahaan. Dengan demikian dapat diperkirakan kinerja perusahaan akan meningkat atau lebih baik setelah ekuitas perusahaan bertambah dengan adanya *right issue*.

Bukti empiris yang menunjukkan hubungan positif dampak dari pengaruh pengumuman *right issue* pada stock return perusahaan yang terdaftar di bursa efek Nairobi (Sakwa, 2013). Kehadiran investor memiliki efek positif terhadap kinerja setelah restrukturisasi perusahaan yang memiliki masalah pada keuangan (Hotchkiss dan Mooradian, 1997). Buschmann (2006) menemukan korelasi signifikan dan positif right issue dengan perputaran uang perusahaan Jerman.

Berdasarkan uji statistik maka dapat disimpulkan pengujian hipotesis kedua tidak terbukti pengaruh right issue terhadap kinerja perusahaan grup lebih kuat dibandingkan non grup. Perihal ini, pertama perusahaan melakukan *rights issue* untuk investasi atau ekspansi. Tambahan dana dari investor dapat digunakan oleh perusahaan grup dan perusahaan nongrup untuk kepentingan investasi, restrukturisasi dan ekspansi serta untuk kepentingan lain dengan memanfaatkan hasil *right issue* yang benar sehingga kinerja perusahaan meningkat. Perusahaan grup dan perusahaan nongrup yang melakukan right issue dengan tujuan untuk investasi maupun ekspansi cenderung berpotensi tumbuh dan dapat berfungsi sebagai berita baik sehingga pasar bereaksi positif, karena investor menilai perusahaan mampu mengelola sumber daya maupun sumber dananya dengan baik sehingga akan meningkatkan kinerja perusahaan grup dan nongrup.

Kedua untuk memperbaiki struktur modal. Perusahaan yang mengalami kekurangan modal untuk membiayai kegiatan operasional, pelunasan utang dan juga belanja modal dapat melakukan right issue atau Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD) guna mendapatkan tambahan dana. Penambahan modal dengan memberikan HMETD akan berpengaruh positif terhadap kondisi keuangan

konsolidasi perseroan dan anak usaha, yaitu antara lain memperbaiki struktur permodalan serta menambah kas untuk keperluan modal kerja, dan dapat dipahami bahwa perusahaan grup dan perusahaan nongrup yang melakukan restrukturisasi *right issue* menjadi lebih baik dalam arti pendanaan yang diperoleh dari hasil *right issue* yang berasal dari pemilik saham lama akan memudahkan perusahaan tidak berurusan dengan pihak eksternal seperti berutang langsung dari pihak bank.

Perusahaan melakukan *right issue* akan menambah kuat struktur modal perusahaan. Hal itu dapat diterima apabila hasil *right issue* digunakan secara benar. Pemanfaatan hasil restrukturisasi right issue berdampak pada kinerja perusahaan grup dan nongrup meningkat hal ini terlihat dari nilai median yang mengalami peningkatan sebelum dan sesudah *right issue*.

4.5.3. Pengaruh restrukturisasi divestasi terhadap kinerja perusahaan grup dan nongrup

Divestasi dilakukan guna mengurangi kesalahan alokasi sumber daya dan merealokasi sumber daya ini ke segmen yang berharga. Selain itu perusahaan melakukan restrukturisasi divestasi guna mendapatkan dana yang akan digunakan untuk menjaga agar bisnis berjalan, untuk membayar utang atau untuk fokus pada bisnis inti agar kinerja perusahaan meningkat.

Hasil pengujian hipotesis di atas terbukti pengaruh restrukturisasi divestasi terhadap inerja perusahaan grup lebih kuat daripada perusahaan nongrup disebabkan, pertama perusahaan grup mempunyai keragaman. Perusahaan yang berada dalam afiliasi memiliki keragaman dalam sumber daya dan peluang

dibandingkan dengan perusahaan non-grup. Sehingga dengan melakukan restukturisasi divestasi dengan menjual anak perusahaan atau sebagian unit bisnis kepada pihak lain maka perusahaan akan mendapatkan dana yang selanjutnya dana tersebut digunakan untuk penyehatan perusahaan atau untuk ekspansi. Dana yang diperoleh dari hasil divestasi akan digunakan untuk memperkuat struktur permodalan perusahaan induk atau anak usahanya dan untuk melakukan ekspansi usaha serta anak usaha di masa yang akan datang.

Kedua, Divestasi untuk meningkatkan kas. Divestasi pada penelitian ini membantu meningkatkan kas perusahaan grup pasca divestasi. Perusahaan grup yang melakukan divestasi saham atau divestasi asset menunjukkan perubahan tingkat posisi kas. Hal terjadi di perusahaan PT ATPK Resourses Tbk, PT Bakrieland Development Tbk, PT Sumalindo Tbk, PT Mitra International Resources Tbk dan PT Indofood Sukses Makmur Tbk, PT Citra Kebun Raya Tbk dan PT Bank Tabungan Pensiun Nasional Tbk.

Sedangkan perusahaan nongrup yang melakukan divestasi saham atau divestasi asset, kas perusahaan tidak menunjukkan perubahan yang meningkat sebaliknya tingkat posisi kas menurun, jadi tidak ada tambahan uang kas pada perusahaan non grup antara lain pada PT Bank OCBC NISP, PT Argo Pantes Tbk dan PT XL Axiata Tbk.

Ketiga, divestasi memberikan peningkatan pada EPS. Perusahaan yang melakukan divestasi akan menerima sejumlah uang dari perusahaan yang membeli asset tersebut. Uang hasil penjualan tersebut asset tersebut kemudian akan dibukukan ke dalam laporan keuangan pada pos penjualan lainnya (*Other Income*)

sehingga akan meningkatkan laba bersih. Dengan meningkatnya laba berarti *earning per share* (EPS) juga akan meningkat. EPS merupakan salah satu faktor yang dilihat investor di pasar modal untuk menentukan pilihan dalam menanamkan investasinya, salah satu cara yang bisa ditempuh oleh investor dalam menanamkan dananya adalah dengan cara membeli saham. Bagi perusahaan, menjaga dan meningkatkan EPS adalah suatu keharusan agar saham tetap eksis dan tetap diminati investor. Mayoritas perusahaan grup EPS nya meningkat yaitu PT Bank Tabungan Pensiun Nasional Tbk, PT Bakrieland Development Tbk, PT Sumalindo Tbk, PT Mitra International Resources Tbk, PT Panin Sekuritas Tbk dan PT Indofood Sukses Makmur Tbk. Sedangkan EPS pada mayoritas perusahaan non grup turun.

Peningkatan EPS setelah divestasi yang dialami oleh mayoritas perusahaan grup dibandingkan perusahaan nongrup, terlepas dari apapun alasannya melakukan divestasi. Sepertinya ada ketidakyakinan investor dengan dampak dari divestasi perusahaan nongrup tersebut, sehingga para investor lebih memilih melepas dahulu sahamnya. Dalam hal ini bisa menyebabkan harga sahamnya akan terkoreksi terlebih dahulu sebelum investor kemudian mendapatkan kepastian mengenai dampak dari divestasi dalam jangka panjang.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Choi & Han (2013) bahwa pengumuman spin-in memberikan pengaruh signifikan *cumulative abnormal return* untuk perusahaan berafiliasi keiretsu, sebaliknya pasar tidak merespon secara signifikan untuk pengumuman spin-in pada perusahaan non-keiretsu, hal ini menunjukkan bahwa restruktuirisasi dalam

bentuk spin-in menguntungkan bagi perusahaan keiretsu.

4.5.4. Pengaruh restrukturisasi akuisisi terhadap kinerja perusahaan grup dan perusahaan nongrup

Memperhatikan hasil uji statistik maka dapat diperoleh kesimpulan pengaruh restrukturisasi akuisisi terhadap kinerja perusahaan grup lebih kuat daripada nongrup data mendukung. Hal ini memperlihatkan pengujian hipotesis keempat terbukti pengaruh restrukturisasi akuisisi terhadap kinerja perusahaan grup lebih kuat daripada nongrup.

Akuisisi merupakan tindakan pengambilalih perusahaan lain termasuk asset dan kewajiban yang ditinggalkan oleh perusahaan yang diakuisisi. Restrukturisasi akuisisi akan berdampak positif jika perusahaan yang mengakuisisi memiliki kinerja keuangan perusahaan dan modal yang baik. Menurut Wild et al., (2005) penggabungan usaha (Akuisisi) dapat meningkatkan citra perusahaan, potensi pertumbuhan, kesejahteraan perusahaan dan untuk meningkatkan laba perusahaan. Alasan perusahaan melakukan akuisisi adalah untuk memperoleh sinergi, di mana kedua perusahaan yang bergabung tersebut diharapkan lebih besar daripada perusahaan tunggal.

Hasil pengujian hipotesis di atas, terbukti bahwa pengaruh akuisisi terhadap kinerja perusahaan grup lebih kuat dibandingkan perusahaan nongrup. Hal ini diperkuat oleh hasil penelitian Chang dan Choi (1988) menemukan bahwa profitabilitas perusahaan Korea yang berafiliasi grup lebih baik daripada perusahaan independen dalam melakukan strategi diversifikasi. Hal ini dikarenakan: pertama perusahaan grup menikmati dan memanfaatkan *economies*

of scale. Perusahaan grup dengan skala usaha yang relatif besar, sehingga dapat menikmati dan memanfaatkan *economies of scale*. Skala ekonomis *(economies of scale)* merupakan suatu teori yang menjelaskan tentang menurunnya biaya produksi per unit pada suatu perusahaan dibarengi dengan meningkatnya volume produksi *(output)*. Semakin besar perusahaan, semakin rendah biaya produksi per unit produk yang dihasilkan.

Skala ekonomis dinilai mampu memberikan dampak positif dan keuntungan bagi perusahaan grup. Semakin besar ukuran perusahaan maka akan melakukan produksi massal sehingga biaya produksi per-unit produk yang dikeluarkan cenderung lebih rendah. Sementara perusahaan nongrup yang skala kecil akan sulit untuk mendapatkan keuntungan efisiensi dari skala ekonomis.

Pendekatan skala ini dapat dilakukan dengan baik oleh perusahaan grup karena perusahaan memiliki hubungan induk-anak dan cucunya, sehingga perusahaan grup memungkinkan mewujudkan konsentrasi pada pangsa pasar yang lebih tinggi dan kemudian profitabilitas.

Kedua Perusahaan grup memiliki struktur multidivisional yang lebih fleksibilitas. Perusahaan grup memiliki struktur multidivisional yang lebih fleksibilitas dalam menanggapi perubahan lingkungan, meningkatkan koordinasi anggota dan kemudahan dalam restrukturisasi serta memiliki tugas yang cukup signifikan dalam menjaga sinergi perusahaan agar tercipta persaingan yang sehat dan mengoptimalkan kinerja perusahaan. Perusahaan grup juga memiliki struktur hubungan, yang memfasilitasi hubungan sinergis antar perusahaan di dalam grup.

4.5.5. Pengaruh restukturisasi pengurangan biaya operasional (OPEX) terhadap kinerja perusahaan grup dan perusahaan nongrup

Biaya operasional memiliki dampak pada kondisi keuangan sehingga besar kecilnya nilai dari kinerja keuangan dipengaruhi oleh nilai dari biaya operasional. Jika biaya operasional lebih sedikit dari pendapatan maka kinerja perusahaan semakin baik. Pada tahap penghematan biasanya perusahaan akan melakukan pengurangan biaya operasional, jadi perusahaan-perusahaan yang kesulitan keuangan akan melakukan strategi *cash flow* untuk pengurangan biaya operasional (Robbins dan Pearce, 1992).

Sesuai dengan teori yang ada bahwa laba rugi perusahaan dipengaruhi oleh biaya operasional perusahaan. Teori yang berkaitan dengan pengurangan biaya operasional yaitu *Efficiency Structure Theory* (ES) menyatakan bahwa perusahaan memperoleh keuntungan yang tinggi karena mereka lebih efisien daripada yang lain. Terdapat dua pendekatan yang berbeda dalam *Efficiency Structure Theory*; efisiensi skala dan efisiensi-X. Menurut pendekatan efisiensi-X, perusahaan yang menguntungkan harus lebih efisien karena perusahaan memiliki biaya lebih rendah. Perusahaan semacam itu cenderung mendapatkan pangsa pasar yang lebih besar, yang mungkin terwujud tingkat konsentrasi pasar yang lebih tinggi, namun tanpa hubungan kausal dari konsentrasi ke profitabilitas (Athanasoglou et al., 2006). Bukti empiris dari Akeem (2017) ditemukan pengendalian biaya operasional memberikan dampak positif terhadap kinerja perusahaan. Hal sama oleh Nothardt (2001) menemukan kontribusi signifikan dari penghematan biaya untuk perubahan.

Hasil pengujian hipotesis kelima terbukti pengaruh restrukturisasi OPEX pada kinerja perusahaan grup lebih kuat dibandingkan nongrup. Perihal hasil tersebut pertama perusahaan grup mempunyai kestabilan kinerja. Perusahaan afiliasi mempunyai kestabilan kinerja yang terus berkesinambungan, di mana bila salah satu bisnis yang dimiliki mengalami penurunan, bisnis yang lainnya mungkin mengalami peningkatan dan pengurangan biaya operasional dapat disebar dalam sejumlah bisnis yang berkaitan sehingga meringankan. Hal ini tidak terjadi pada perusahaan nongrup.

Kedua perusahaan grup lebih efisien dalam operasional. Efisiensi perusahaan umumnya dipengaruhi oleh ukuran atau skala perusahaan. Perusahaan grup cenderung berskala besar sehingga lebih efisien dalam operasional dibandingkan dengan perusahaan nongrup. Karena perusahaan induk dan anak perusahaan dalam perusahaan afiliasi dapat saling berkoordinasi dan bekerja sama. Misalnya dalam hal pemanfaatan sumber daya manusia, promosi bersama dan pelatihan bersama.

Ketiga Skala ekonomis internal. Suatu perusahaan dikatakan berhasil mencapai skala ekonomis internal apabila mampu mengurangi biaya dan meningkatkan volume produksi. Secara umum perusahaan grup yang berskala besar memiliki modal yang besar pula sehingga mampu membeli stok bahan baku dalam jumlah yang besar pula. Dengan produksi massal, biaya produksi per unit dapat ditekan sehingga menjadi lebih rendah.

Dalam skala ekonomis internal**,** perusahaan grup lebih unggul daripada perusahaan tunggal, karena perusahaan afiliasi dapat membentuk *shared function*

antara perusahaan induk dengan anak perusahan. Hal tersebut diharapkan dapat mengoptimalkan *cost to revenue ratio*, sehingga memberikan profitabilitas yang lebih baik. Pendekatan skala menekankan skala ekonomi bukan perbedaan teknologi manajemen atau produksi. Perusahaan yang lebih besar bisa mendapatkan yang lebih rendah biaya unit dan keuntungan yang lebih tinggi melalui skala ekonomi.

4.5.6. Pengaruh restrukturisasi pemutusan hubungan kerja (PHK) terhadap kinerja perusahaan grup dan perusahaan nongrup

Pengurangan jumlah karyawan juga sebagai bagian dari tahap penghematan (Robbins dan Pearce, 1992). Arogyaswamy et al., (1995), pengurangan jumlah karyawan merupakan bagian dari strategi untuk meningkatkan efisiensi. Ofek (1993) menunjukkan bahwa perusahaan yang bermasalah lebih mungkin untuk merestrukturisasi operasi dengan merumahkan karyawan dalam mengatasi penurunan kinerja perusahaan. Perusahaan memilih melakukan pengurangan jumlah karyawan sebagai langkah jangka pendek agar bisnis dapat berjalan dengan baik. Seperti temuan dari John, et al., (1992) bahwa kinerja perusahaan menurun maka melakukan pengurangan karyawan, langkah ini lebih cepat dalam penyesuaian biaya operasi perusahaan.

Memperhatikan hasil uji statistik kesimpulannya pengaruh restrukturisasi pemutusan hubungan kerja (PHK) pada kinerja perusahaan grup lebih baik dibandingkan nongrup data mendukung. Hal ini memperlihatkan pengujian hipotesis keenam terbukti pengaruh restrukturisasi pemutusan hubungan kerja (PHK) pada kinerja perusahaan grup lebih kuat daripada nongrup. Alasannya

pertama perusahaan induk-anak dan cucu memiliki hubungan. Perusahaan yang berada dalam grup memiliki hubungan induk-anak dan cucu sehingga mampu untuk berbagi sumber daya manusia dan mengalokasikan sumber daya manusia yang dimilikinya ke kelompok bisnisnya yang memiliki potensi kinerja yang baik, sebaliknya perusahaan nongrup tidak memiliki hubungan induk-anak dan cucu seperti yang dimiliki perusahaan grup.

Kedua downsizing dalam bentuk pengurangan jumlah karyawan. Pemutusan hubungan kerja merupakan salah satu alasan manajemen untuk meningkatkan kinerja perusahaan karena *downsizing* dalam bentuk pengurangan jumlah karyawan dapat menjadi cara tercepat untuk mengurangi salah satu beban terbesar perusahaan yaitu biaya tenaga kerja bagi perusahaan grup strategi ini terbukti berhasil meningkatkan kinerja sedangkan bagi perusahaan non grup strategi ini tidak berhasil. Karena meskipun ada pengurangan karyawan di perseroan namun belum menurunkan beban yang dipikul guna membiayai karyawan, hanya baru sebatas mencegah adanya kenaikan tambahan di pos beban karyawan.

Ketiga terdapat perbedaan tujuan pemutusan hubungan kerja. Terdapat perbedaan tujuan dalam PHK antara perusahaan grup dengan perusahaan nongrup. Adapun tujuan pemutusan hubungan kerja di perusahaan grup tidak semata-mata untuk efisiensi beban karyawan tetapi untuk memanfaatkan kelebihan kapasitas dari sumberdaya manusia yang dimiliki oleh perusahaan. Sumberdaya manusia yang dimiliki oleh perusahaan grup belum digunakan secara optimal untuk beroperasi hanya pada satu lini bisnis. Alokasi sumberdaya manusia yang efisien

memungkinkan perusahaan untuk tumbuh dan berkembang. Sedangkan di perusahaan nongrup tujuannya untuk efisiensi jangka pendek yang hanya ingin cara cepat untuk meningkatkan kinerja keuangan maka strategi ini kecil kemungkinannya akan menunjukan keberhasilan karena perusahaan hanya peduli pada pengurangan biaya dan kurang memperhatikan untuk mempertahankan karyawan yang sudah berpengalaman dalam operasi kegiatan bisnis perusahaan nongrup sehingga kemungkinan perusahaan nongrup tidak memiliki sumber daya yang cukup dan cakap untuk menjalankan operasi perusahaan ke depannya maka akan berdampak pada profitabilitas perusahaan.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1. Kesimpulan

Berdasarkan hasil pengujian, penelitian ini menghasilkan temuan yang dapat disimpulkan bahwa hasil uji restrukturisasi yaitu hutang, right issue, divestasi, akuisisi, pengurangan biaya operasional dan pemutuasan hubungan kerja menunjukkan pengaruh signifikan dan meningkatkan kinerja perusahaan grup, sedangkan pada perusahaan nongrup restrukturisasi hutang, divestasi, akuisisi, pengurangan biaya operasional dan pemutuasan hubungan kerja tidak berpengaruh signifikan, kecuali restrukturisasi *right iss*ue menunjukkan pengaruh signifikan dan meningkatkan kinerja nongrup sehingga dapat disimpulkan bahwa pengaruh restrukturisasi perusahaan terhadap kinerja perusahaan grup lebih kuat daripada perusahaan nongrup.

Kebijakan restrukturisasi hutang perusahaan-perusahaan yang berafiliasi dalam satu grup bisnis lebih mudah dilakukan dibandingkan dengan perusahaan tunggal. Kebijakan restrukturisasi hutang pada perusahaan grup bervariatif bila dibandingkan dengan perusahaan tunggal. Keuntungan yang dimiliki perusahaan grup yaitu saling menyokong satu sama lain dan *sharing intangible*. Sedangkan hasil uji restrukturisasi right issue menunjukkan pengaruh signifikan dan kinerja perusahaan grup dan non grup meningkat. Hal ini dikarenakan perusahaan non grup dan grup dengan adanya tambahan dana dari investor dapat dimanfaatkan untuk investasi, pengembangan usaha, restrukturisasi, memperbaiki struktur modal dan peningkatan kinerja perusahaan dampak dari restrukturisasi *right issue*

yang benar

Hasil uji restrukturisasi divestasi menunjukkan bahwa perusahaan grup memiliki keragaman dalam sumber daya dan peluang dibandingkan dengan perusahaan non-grup. Dana yang diperoleh dari hasil divestasi akan digunakan untuk memperkuat struktur permodalan perusahaan induk atau anak usahanya dan untuk melakukan ekspansi usaha serta anak usaha di masa yang akan datang. Peningkatan EPS setelah divestasi yang dialami oleh mayoritas perusahaan grup dibandingkan perusahaan non grup. Begitu juga hasil uji restrukturisasi akuisisi menunjukkan perusahaan grup memiliki struktur multidivisional yang lebih fleksibilitas dan juga memiliki struktur hubungan, yang memfasilitasi hubungan sinergi antar perusahaan di dalam grup.

Hasil uji restrukturisasi OPEX menunjukkan bahwa perusahaan grup memiliki kestabilan kinerja di waktu yang berkesinambungan. Opersaional perusahaan grup lebih efisien, anak perusahaan dengan induk perusahaan dapat saling bekerja sama dan saling berkoordinasi. Perusahaan grup dapat membentuk *shared function* antara perusahaan induk dengan anak perusahan. Begitu pula pada restrukturisasi PHK yang menunjukkan perusahaan yang berada dalam grup memiliki hubungan induk-anak dan cucu sehingga mampu untuk berbagi sumber daya manusia dan mengalokasikan sumber daya manusia yang dimilikinya ke kelompok bisnisnya, hal ini tidak dimiliki pada perusahaan non grup. Terdapat perbedaan tujuan antara perusahaan grup dengan perusahaan non grup dalam melakukan pemutusan hubungan kerja.

5.2. Implikasi

Implikasi dari hasil penelitian mencakup dua hal, yaitu implikasi teoritis dan manajerial. Implikasi teoritis berhubungan dengan kontribusinya bagi perkembangan teori-teori restrukturisasi perusahaan tentang restrukturisasi hutang, restrukturisasi right issue, restrukturisasi divestasi, restrukturisasi akuisisi, restrukturisasi operating expenditure, restrukturisasi pemutusan hubungan kerja sedangkan implikasi praktis berkaitan dengan kontribusi penelitian terhadap peningkatan kinerja perusahaan grup dan non grup.

5.2.1 Implikasi Teoritis

Hasil penelitian restrukturisasi keuangan, portofolio dan organisasi terhadap kinerja perusahaan yang berbeda dari penelitian terdahulu menunjukkan bahwa belum adanya model atau konsep yang jelas tentang keterkaitan bentuk restrukturisasi tersebut. Untuk itu perlu dikembangkan suatu model atau konsep untuk meneliti keterkaitan pengaruh dari bentuk restrukturisasi keuangan, restrukturisasi portfolio dan restrukturisasi organisasi terhadap kinerja perusahaan, apabila dibandingkan dengan penelitian sebelumnya, penelitian ini berbeda dengan penelitian sebelumnya dengan menawarkan beberapa kontribusi antara lain:

a. Penelitian terdahulu kecenderungannya hanya satu jenis perusahaan atau satu sektor industri sedangkan penelitian ini meneliti 9 jenis sektor industri yang dikelompok pada perusahaan grup dan non grup yang melakukan restrukturisasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
b. Penelitian ini menawarkan model restrukturisasi untuk perusahaan grup dan non grup tindaklanjut dari penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Choi dan

Seung (2013) yang menunjukkan bahwa restruktuirisasi dalam bentuk *spin-in* menguntungkan pada perusahaan yang berafiliasi keiretsu, sebaliknya pasar tidak merespon signifikan untuk pengumuman spin-in pada perusahaan non-keiretsu dengan demikian berkontribusi terhadap pentingnya penelitian lebih lanjut terkait dengan kinerja. Temuan dari penelitian ini mendukung penelitiannya Choi dan Seung (2013) untuk variabel restrukturisasi hutang, divestasi, akuisisi, opex dan phk menunjukkan pengaruh pada kinerja perusahaan grup dan tidak berpengaruh pada perusahaan non grup. Sedangkan untuk restrukturisasi right issue menunjukkan pengaruh signifikan pada kinerja perusahaan grup dan non grup

c. Penelitian ini berkontribusi terhadap teori strategi di sektor keuangan maupun sektor bisnis, sebagai tindak lanjut dari kontribusi Lai dan Sudarsanam (1997), yang merupakan perintis restrukturisasi dengan menyatukan bidang ekonomi keuangan dan manajemen strategis. Dengan demikian, strategi restrukturisasi dapat dipertimbangkan untuk membangun kerangka restrukturisasi komprehensif dan integratif yang dapat memberikan kontribusi pentingnya penelitian lebih lanjut dampak restrukturisasi pada kinerja perusahaan bagi di Indonesia yang melakukan restrukturisasi. Pemilihan bentuk restrukturisasi yang tepat dapat berpengaruh terhadap kinerja perusahaan.

5.2.2. Implikasi Praktis

Studi ini akan berguna bagi eksekutif, manajer, analis bisnis, investor dan organisasi dalam transisi dan reorganisasi yang menginginkannya membangun hubungan antara restrukturisasi dan kinerja perusahaan, selanjutnya diharapkan

hasil penelitian ini bermanfaat.

a. Bagi perusahaan hasil dari penelitian ini dapat dimanfaatkan sebagai dasar untuk menentukan skala prioritas bentuk restruktiurisasi perusahaan dalam upaya untuk peningkatan kinerja perusahaan.
b. Peneltian ini berkontribusi terhadap aplikasi dari berbagai strategi di sektor keuangan maupun sektor bisnis. Informasi yang terkandung dalam penelitian ini berguna untuk memberikan bukti empiris dampak strategi restrukturisasi terhadap kinerja perusahaan yang dapat digunakan peneliti lainnya dan dapat digunakan sebagai referensi oleh semua pemangku kepentingan di bidang strategi keuangan.
c. Penelitian ini memberikan kontribusi bagi perusahaan yang akan melakukan restrukturisasi perusahaan melalui beberapa bentuk restrukturisasi perusahaan untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan menciptakan sinergi yang positif bagi perusahaan guna keberlangsungan hidup perusahaan di masa mendatang.
d. Hasil penelitian ini digunakan sebagai masukan bagi perusahaan dan investor untuk memperbaiki dan mengembangkan perusahaan sehubungan dengan restrukturisasi perusahaan yang telah dilakukan dan kinerja perusahaan yang telah dicapai dengan memperhatikan bentuk restrukturisasi perusahaan yang tepat untuk meningkatkan kinerja perusahaan.

5.3. Saran

Setelah melakukan analisis hasil penelitian, selanjutnya kepada peneliti lanjutan manajemen perusahaan dan praktisi bidang keuangan, disampaikan saran sebagai berikut:

1. Untuk penelitian selanjutnya guna mengurangi kelemahan pada penelitian ini yang belum mengkuantitatifkan bentuk-bentuk restrukturisasi, disarankan agar melakukan penelitian lanjutan dengan mengkuantitatifkan bentuk-bentuk restrukturisasi untuk restrukturisasi hutang diukur dengan perubahan total kewajiban dibagi dengan total aset dan dibandingkan dengan periode sebelumnya, divestasi diukur dengan persentase perubahan struktur modal, OPEX diukur dengan persentase penurunan biaya operasioanl dan PHK diukur dengan persentase pengurangan karyawan.
2. Desertasi ini menggunakan desain penelitian kuantitatif untuk menguji pengaruh restrukturisasi perusahaan terhadap kinerja perusahaan. Penelitian selanjutanya dapat melakukan penelitian penggabungan penelitian kuantitatif dan kualitatif guna mengurai lebih banyak masalah yang diangkat dalam penelitian ini.
3. Selain itu, pada penelitian selanjutnya dapat dilakukan analisis dampak restrukturisasi terhadap perusahaan keuangan dan non keuangan. Hal tersebut dapat dilakukan untuk mengetahui perbedaan dampak restrukturisasi perusahaan terhadap perusahaan keuangan dan non-keuangan.

DAFTAR PUSTAKA

Abor J., (2005); The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana,*Journal of Risk Fin*ance, Vol. 6(5) pp: 438-445.

Ahamed, Mostak and Sushanta Mallick, (2016),House of restructured assets: How do they affect bank risk in an emerging market?*Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, Elsevier, vol. 47(C), pp: 1-14.

Akeem, Lawal, Babatunde,.(2017), Effect of Cost Control and Cost Reduction Techniques in Organizational Performance. *International Business and Management*. Vol. 14, (3) pp: 19-26

Alexander, B Hilda. (2016). *Laba Holcim Indonesia Anjlok*, https://properti.kompas.com(16 Maret 2016).

Alexandru, C., Genu, G., Romanescu, M.L. (2008), *The Assessment of Banking PerformancesIndicators of Performance in Bank Area*. MPRA Paper No. 11600

Al Manaseer, M. F. A., Al-Dahiyat, M. A., Al-Hindawi, R. M., & Sartawi, I. I. (2012), The impact of corporate governance on the performance of Jordanian banks. *European Journal of Scientific Research*, Vol.67(3) pp: 349–359.

Altiol-Yilmaz, E Akben-Selcuk. (2011), "The Impact of Mergers and Acquisitions on Acquirer Performance: Evidence from Turkey", *Business and Economics Journal*, Volume 2011: BEJ-22, pp: 1-8

Amabile, T.M., Conti, R., Coon, H., Lazenby, J. & Herron, M. (1996). Assessing the Work Environment for Creativity. *Academy of Management Journal*, Vol.39 (5) pp: 1154-1184.

Ariotedjo, SW. (2001),*Analisis menggunakan model keuangan untuk mengkaji dampakrestrukturisasi kewajiban terhadap kinerja keuangan perusahaan di masa yang akan dating*.Tesis.(ID): Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia, Jakarta.

Asquith, Paul, David S. Scharfstein, and Robert Gertner, (1994), Anatomy of Financial Distress: An Examination of Junk-Bond Issuers, *The Quarterly Journal of Economics,*Vol. 109 (3) pp: 625–658.

Athanasoglou, P., Brissimis, S., & Delis, M. (2008), Bank-specific, industry-specific and macroeconomic determinants of bank profitability. *Journal Of International Financial Markets, Institutions And Money*, Vol.18(2)

pp:121-136.

Azhagaiah, R., & Kumar T., (2011), Mergers & Acquisitions: An empirical study on the Short- term Post–Acquisition Performance of Corporate Firms in India. *International Journal of Research in Commerce, Economics & Management*, Vol.1 (3), 80-103.

Azman, S., Muthalib, U.R. (2004) The effect of debt restructuring scheme on the firms' capital structure and performance of Malaysian firms. in: *Paper presented at the International Conference on Administrative Sciences*, Dhahran, Saudi Arabia: 19 April 2004.Hal.271 - 281

Bamiatzi, V., Jabbour, L. & Efthyvoulou, G. (2017). Foreign vs domestic ownership on debt reduction: An investigation of acquisition targets in Italy and Spain. *International Business Review*, Vol.26(5) pp: 801-815.

Bartol, K.M., & D.C. Martin. (2008), *Management*. (3rd Ed.). Boston, MA: McGraw-Hill.

Beatty, A. (1995). The Cash Flow and Information Effects of Employee Stock Ownership Plans. *Journal of Financial Economics*, Elsevier, vol. 38(2) pp: 211-240.

Berger, A & E, Bonaccorsi di Patti. (2006), Capital Structure and Firm Performance: A New Approach to Testing Agency Theory and An Application To The Banking Industry, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 30 (4) pp: 1065-1102

Berger, P., & Ofek, E. (1995), Diversification's Effect on Firm Value. *Journal of Financial Economics*, Vol.37 (1) pp: 39-65

Bethel, J.E., & Liebeskind J, (1993), Effects of Ownership Structure on corporate Restructuring, *Strategic Management Journal*, Vol.14 (SI)pp: 15-31

Bhabra, Gurmeet, S, Harjeet, S. Bhabra dan Glenn, W. Boyle (2011), Competitive and Contagion Effects in Corporate Layoff Announcements,. *Journal of Money, Investment and Banking*, ISSN 1450-288X (19)pp: 42-54

Bititci, Umit S, Allan S Carrie and Liam McDevitt., (1997)., Integrated Performance Measurement Systems: A Development Guide"*International Journal of Operations and Production Management*, Vol 17 (6) pp: 522-535.

Bowman, E. H., Signh, H., Useem, M., Bhadury, R. (1999), When Does Restructuring Improve Economic Performance*?California Management*, Vol.41 (2) pp: 33-54.

Bowman, H. E., & Singh, H. (1993). Corporate Restructuring: Reconfiguring the firm. *Strategic Management Journal*, Summer Special Issue, Vol. 15, pp: 5-14.

Bowman, E. H., & H, Singh. (2013), when does restructuring improve performance? *California Management Review*, Vol. 41(2), 34-54.

Bramantyo Djohanputro, (2004),*Restrukturisasi Perusahaan Berbasis Nilai: Strategi menuju Keunggulan Bersaing*. Penerbit PPM Jakarta.

Burnes, B. (2004). *Managing Change : A Strategic Approach to Organizational Dynamics*. (4th Ed.). London, FT: Prentice Hall.

Buwono, A. (2014), *Garuda Indonesia Lakukan Restrukturisasi Jaringan Pada 2015*, http://beritadaerah.co.id (diakses 30 Desember 2014).

Cascio,W,F. (2012), Strategies for responsible restructuring. *Academy of Management Executive*, Vol.16 (3) pp: 80-91.

Chang, S.J., and Choi, U. (1988). Strategy, structure and performance of Korean business groups: atransactions cost approach, *Journal of Industrial Economics*, Vol. 37 (2) pp: 141-158.

Chang, S. J., & Hong, J. (2000). Economic performance of group-affiliated companies in Korea: Intragroup resource sharing and internal business transactions. *Academy of Management Journal*, Vol. 43 (3) pp: 429-448.

Changqi, W., & Ningling, X. (2010). Determinants of Cross-Border Merger & Acquisition Performance of Chinese Enterprises. *Procedia Social and Behavioral Sciences*, Vol. 2 (5) pp: 6896– 6905.

Chari, A., Chen, W., & Dominguez, K. M. E. (2012), Foreign ownership and firm performance: emerging market acquisitions in the United States. *IMF Economic Review*, Vol. 60(1) pp: 1–42.

Chatterjee, Sayan and Birger Wernerfelt, (1991)., The link between resources and type of diversification: Theory and evidence, *Strategic Management Journal*, Vol. 12 (1) pp: 33-48.

Chen, J. (2004), Theory of multiple intelligences: is it a scientific theory? *Teachers College Record*, Vol. 106(1) pp: 17-23.

Chen, P., Mehrotra, V., Sivakumar, R. and Yu, W. W. (2001), Layoffs, shareholders' wealth, and corporate performance. *Journal of Empirical Finance*, Vol.8 (2) pp: 171-199.

Choi, Yoon K &Seung Hun Han, (2013), Corporate restructuring, financial deregulation, and firm value:Evidence from Japanese “spin-ins”. *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 22 (1) pp: 1-13.

Chu, W. (2009), The Influence of Family Ownership on SME Performance: Evidence from Public Firms in Taiwan. *Small Business Economics*, Vol. 33(3) pp: 353-373

Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H., (2000). The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economic*, Vol. 58 (1-2) pp: 81-112.

Comment, Robert and Jarrell, Gregg A. (1995),. Corporate focus and stock returns. *Journal of Financial Economics*, Vol. 37 (1) pp: 67-8

Datta, S., Iskandar-Datta, M., & Raman, K. (2003), Value Creation in Corporate Asset Sales: The Role of Managerial Performance and Lender Monitoring. *Journal of Banking and Finance*, Vol. 27 (2) pp: 351-375.

Davis, J.P., Bingham, C.B., & Eisenhardt, K.M. (2009), Optimal Structure, Market Dynamism, and the Strategy of Simple Rules. *Administrative Science Quarterly*, Vol. 54 (3) pp: 413-452.

Deepak, K., Alankrita, P., Datta, J.P.G., & Dynah, B. (2010), Causes and Effects of Employee Downsizing: A Review and Synthesis. *Journal of Management*, Vol.3(1) pp: 55-67.

Demirbag, M., Zaim, S., Tatoglu, E., & Tekinus, M. (2006). An analysis of the relationship between TQM implementation and organizational performance: Evidence from Turkish SMEs. *Journal of Manufacturing Technology Management*, Vol. 17 (6) pp: 829–847.

Denis, David J., and Timothy A. Kruse, (2000), Managerial Discipline and Corporate Restructuring Following Performance Declines, *Journal of Financial Economics*, Vol. 55 (3) pp: 391–424.

Denis, Diane K., & Rodgers, Kimberly J. (2007). Chapter 11: Duration, Outcome, and Post-Reorganization Performance, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.42 (1) pp: 101–118.

Dittmar, A. & Shivdasani, A. (2003), Divestitures and Divisional Investment Policies. *TheJournal of Finance*, Vol. 58 (6) pp: 2711-2743

Ebaid IE. (2009), The Impact of Capital-Structure Choice on Firm Performance: Empirical Evidence from Egypt. *The Journal of Risk Finance*. Vol.10 (5)

pp: 477- 487.

Eby, L.T., & K, Buch. (2008), The impact of adopting an ethical approach to employees' dismissal during corporate restructuring. *Journal of Business Ethics*, Vol. 17(12) pp: 1253–1264.

Espahbodi, Reza, Teresa, A. John dan Gopalavasudevan. (2000). The Effects of Downsizing on Operating Performance. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 15 (2) pp: 107-126

Fajartriatmojo., (2017). Perusahaan Induk dan Anak Perusahaan. di https://fajartriatmojo.wordpress.comperusahaan-induk-dan-anak-perusahaan / (diakases 13-02-2017)

Fu, HP., Chang, TH., & Wu, M.J., (2001), A case Study of the SMEs' Organisational Restructuring in Taiwan. *Industrial Management & Data System*, Vol. 101 (9) pp: 492-501.

Geletkanycz, M. A., & K. B. Boyd. (2011), CEO outside directorships and firm performance: a reconciliation of agency and embeddedness views. *Academy of Management Journal*, Vol.54(2) pp: 335–352.

Gertner, Robert, and Scharfstein, David S. (1991), A Theory of Workouts and the Effects of Reorganization Law, *The Journal of Finance, Vol.* 46 (, 1189–1222.

Ghahroudi, R. M. (2011), Ownership advantages and firm factors influencing performance of foreign affiliates in Japan. *International Journal of Business and Management*, Vol. 6(11) pp: 119-138.

Ghozali, I. (2011),*Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit UNDIP.

Gibbs, P. A. (1993), Determinants of Corporate restructuring: The relative Importance of Corporate Governance, Takeover Threat and Free Cash Flow. *Strategic Management Journal*, Vol.14(S1) pp: 51-68

Gilson, Stuart C., (1990), Bankruptcy, Boards, Banks, and Blockholders. Evidence on Changes in Corporate Ownership and Control When Firms Default, *Journal of Financial Economics*,Vol. 27 (2) pp: 355–387.

Gilson, S. C., John, K., Lang, L. H. P., 1990. Troubled debt restructurings. *Journal of Financial Economics*, Vol. 27 (2) pp: 315-353.

Gleason, Kimberly C, & Mathur, Lynette K, et, al. (2000), The Interrelationship between Culture, Capital Structure, and Performance: Evidance from

European Retailer. *Journal of business Research*, Vol. 50 (2) pp: 185-191.

Grinblatt, M.S., R.W. Masulis and S. Titman, (1984)., The valuation effects of stock splits and stock dividends, *Journal of Financial Economics*Vol. 13 (4) pp: 461-490.

Gugler, K., Mueller, D. C., Yurtoglu, B. B., & Zulehner, C. (2003),the effects of mergers: an international comparison. *International Journal of Industrial Organization*, Vol. 21 (5) pp: 625-653.

Gugler, K.(2003), Corporate Governance, Dividend Payout Policy, and the Interrelation between Dividend, R&D, and Capital Investment. *Journal of Banking and Finance*, Vol.27 (7) pp: 1297-1321.

Guo, Liang. (2006), Removing the Boundary between Structural and Reduced-Form Models. *Marketing Science*, Vol. 25 (6) pp: 629-632.

Guo, Shourun, Weihong Song., & Edith S. Hotchkiss. (2011), Do Buyouts (Still) Create Value?, *The Journal of Finance*, Vol. 66 (2) pp: 479–517.

Hadlock, C., James, C. (2002), Do banks provide financial slack? *Journal of Finance*, Vol. 57 (3) pp:138-420

Hanson, R. C. & Song, M. H. (2003), Long-term Performance of Divesting Firms and the Effect ofManagerial Ownership. *Journal of Economics and Finance*, Vol. 27(3) pp: 321-336.

Han, J., Kim, N. and Srivastava, R. (1998), ``Market orientation and organizational performance: is innovation the missing link?'', *Journal of Marketing*, Vol. 62(4) pp:30-45.

Hariadi, Bambang., (2005). *Strategi Manajemen*. Jakarta: Bayumedia Publishing.

Harris, Milton, and Artur Raviv, (1990), Capital Structure and the Informational Role of Debt.*The Journal of Finance*, Vol. 45 (2) pp: 321–349.

Haynes, M., Thompson, S., & Wright, M. (2002), The Impact of Divestment on Firm Performance: Empirical Evidence from a Panel of UK Companies. *Journal of Industrial Economics*, Vol. 50 (2) pp: 173-196

Healy, P.M., Palepu, K.G. and Ruback, R.S. (1992), Does Corporate Performance Improve After Mergers? *Journal of Financial Economics*, Vol. 31 (2) pp: 135-175.

Herri, B. (2011), Firm`s performance and top management characteristics in Indonesia. *International Business and Economics Research Journal*, Vol.

10(8) pp: 15–22.

Hite, G.L., Owers, J.E., (1983), Security price reactions around corporate spin-off announcements. *Journal of Financial Economics*, Vol. 12 (4) pp: 409-436

Hoberg, Gerard, & Phillips, Gordon. (2010), Competition and product market synergies in mergers and acquisitions: A text based analysis, *forthcoming Review of Financial Studie,* Vol. 23 (10) pp: 3773-3811

Hofer, Charles W., (1980), Turnaround Strategies, *Journal of Business Strategy*Vol. 1 (1) pp: 19–31.

Hogarty, T.F. (1978), `The Profitability of Corporate Mergers'. *The Journal of Business*, Vol. 33 (2) pp: 317-329.

Hoskisson, R. E., & Turk, T. A. (1990), Corporate restructuring: governance and control limits of the internal capital market. *Academy of Management Review*, Vol. 15 (3) pp: 459-477.

Hotchkiss, Edith S., and Robert M. Mooradian, (1997), "Vulture Investors and the Market for Control of Distressed Firms," *Journal of Financial Economics*, Vol. 43 (3) pp: 401-432

Hotchkiss, S, Edith. (1995), Postbankruptcy Performance and Management Turnover.*The Journal of Finance*, 50 (1) pp: 3–21.

Huei, Ng Sin. (2014)., How Does Group Affiliation Affect The Diversification Performance Of Familycontrolled Firm In Malaysia ? – *A Governance Perspective Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance Aamjaf,* Vol. 10 (2) pp: 81–115

Hillier, D.J. and Mccolgan, P.M.,(2009), 'Firm performance, entrenchment and managerial succession in family firms', *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 36(3-4) pp:461-484.

Hurley, R. and Hult, T. (1998), ``Innovation, market orientation and organizational learning: an integration and empirical examination'', *Journal of Marketing*, Vol. 62 (3) pp: 42-54.

Ismail, T.H., Abdou, A.A., and Annis, R.M., (2011), Review of Literature linking Corporate performance to merger and Acquisition, *The Review of Financial and Accounting Studies,Euro Journals Publishing, Inc. Economics,* Vol. 28 (1) pp: 347- 362.

Javed, Benish and Sella Akhtar, (2012), Relationship of Exchange Rate, Term Structure and Money Supply (Macroeconomics Variables) Risk on Stock

Market Returns, *Interdisciplinary Journal if Contemporary Research in Business*, Vol. 4 (3) pp: 599- 625

Jensen, Michael C., (1989), Active Investors, LBOs, and the Privatization of Bankruptcy, *Journal of Applied Corporate Finance,*Vol. 2 (1) pp: 35–44.

Jermias, J., (2008), The relative influence of competitive intensity and business strategy on the relationship between financial leverage and performance, *The British Accounting Review*, Vol. 40 (1) pp: 71–86.

Jin, Z., Dehuan, J., & Zhigang, F. (2004), The Impact of Business Restructuring on Firm Performance- Evidence from Publicly Trade Firms in China. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, September (1-6)

Johan, S. (2016). Integrated Acquisition Improves Target Firms Performance. *IJABER*, Vol. 14(13) pp: 9255-9272.

John, Kose, Jeffry, Netter., & Larry H. P. Lang. (1992), The Voluntary Restructuring of Large Firms in Response to Performance Decline, *The Journal of Finance,*Vol. 47 (3) pp: 891–917.

John K, Ofek E. 1995. Asset sales and increase in focus. *Journal of Financial Economics*, Vol. 37(1) pp: 105–126.

Juki, Umar, (2008), "Pengaruh Biaya Operasional terhadap Profitabilitas pada PT Kereta Api Indonesia (Persero)". Skripsi. Universitas Komputer Indonesia. Jakarta.

Kalay, A., R. Singhal, & Tashjian, Elizabeth. (2007), Is Chapter 11 Costly?, *Journal of Financial Economics*, Vol. 84 (3) pp: 772–796.

Kam, Amy, David Citron, & Muradoglu, Gulnur, (2008), Distress and restructuring in China:Does ownership matter? , *China Economic Review*, Vol. 19 (4) pp: 567-579.

Karaca, S. S., & Ekşi, İ. H. (2012). the relationship between ownership structure and firm performance: An empirical analysis over İstanbul Stock Exchange (ISE) Listed Companies. International Business Research, Vol. 5(1) pp: 172–181.

Khanna, T., and Palepu, K. (2000a). Is group membership profitable in emerging markets? Ananalysis of diversified Indian business groups, *Journal of Finance*, Vol. 55 (2) pp: 867-891.

Khanna, T., and Palepu, K. (2000b). The future of business groups in emerging markets: long-runevidence from Chile, *Academy of Management Journal*,

Vol. 43 (3) pp: 268-285.

Khan, Ghafoor, A. (2012), The Relationship Of Capital Structure Decisions With Firm Performance: A Study Of The Engineering Sector Of Pakistan, *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, Vol.2 (1) pp: 245-262.

King, D., D. Dalton, C. Daily and J. Covin, (2004), "MetaAnalysis of Post-Acquisition Performance: Identifications of Unidentified Moderators", *Strategic Management Journal*, Vol. 11 (2) pp: 187-201.

Koetin, EA. (1995). *Suatu Pedoman Investasi Dalam Efek di Indonesia*: Financial Market Project. Jakarta

Koufopoulos, D., Zoumbos, V., Motwani, J., & Argyropoulou, M. (2008), Top management team and corporate performance: a study of Greek firms. *Team Performance Management*, Vol. 14(8) pp: 340–363.

Kusuma, Rachmat Dewi. (2016). Laba Bersih Astra Grup Turun 12% Jadi Rp 7 T, di https://finance.detik.com (diakses 28 Juli 2016).

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer. (1999). Corporate ownership around the world, *Journal of Finance*. Vol. 54 (2) pp: 471-517.

Lai, Jim, and Sudi Sudarsanam, (1997), Corporate Restructuring in Response to Performance Decline: Impact of Ownership, Governance and Lenders. *European Finance Review*, Vol. 1 (2) pp: 197–233.

Lal, D., A, Beloucif., & Pitt, C.D. (2013), Restructuring in European telecommunications: Modeling the evolving market. *European Business Review*, Vol. 13(3) pp: 152-158.

Lau, B., Proimos, A., & Wright, S. (2008). Accounting measures of operating performance outcomes for Australian mergers. *Journal of Applied Accounting*, Vol. 9(3) pp: 168-180

Lebans, M., & K, Euske. (2006), *A conceptual and operational delineation of performance: Business Performance Measurement*. Cambridge, UK: Cambridge University Press.

Lebas, J, M. (1995) Performance Measurement and Performance Management. *International Journal of Production Economics*, Vol. 41 (1-3) pp: 23-35.

Linn, Scott C. & Rozeff, Michael S. (1984), The Corporate Selloff. *Midland Corporate Finance Journal*, Vol. 2 (2) pp: 24.

Liu, L., & F, Jiang. (2004), An Examination of the Determinant of Corporate

Restructuring In a Family-Based Chinese Firm. *Journal of Academy of Business & Economics*, Vol. 4(1) pp: 161–190.

Livingstone, D.T, & Henry James B. 1980. The Effect of ESOP on Corporate Profits. *The Journal of Risk & Insurance*, Vol.47 (3) pp: 491-501.

Magara, M. (2012), *Capital structure and its determinants at the Nairobi Securities Exchange*, Unpublished Thesis, University of Nairobi.Kenya

Maksimovic, Vojislav & Phillips, Gordon. (1998), Asset Efficiency and Reallocation Decisions of Bankrupt Firms.*The Journal of Finance*, Vol. 53 (5) pp: 1495–1532.

Mamatzakis, Emmanuel, Anh Nguyet Vu, & Roman Matousek. (2015), What is the impact of bankrupt and restructured loans on Japanese bank efficiency?*Journal of Banking & Finance*. *Elsevier*, Vol. 72 (S) pp: 187-202.

Margaretha, Farah. (2007),*Manajemen Keuangan Bagi Industri Jasa*. Jakarta: Grasindo.

Maria, S.A., Javier, F.F., & Angel, L.G. (2015), Business portfolio restructuring: A comprehensive bibliometric analysis. *Scientometrics*, Vol. 102 (3) pp: 1921-1950.

Marimuthu, M., (2008), Merger and Acquisitions: Some empirical evidence on performance, financial characteristics and firm sustainability, International Journal of Business and management, Vol.3 (10) pp: 8- 15.

Markides, C. (1995), Diversification, Restructuring and Economic Performance. *Strategic Management Journal*, Vol. 16 (2) pp: 101-118.

Matthew, Johnson Crail. (2015). The Effect of Initial Public Offerings on Firm Innovation, *CIMR Research Working Paper Series Working Paper* No. 22 February 2015 ISSN 2052-062X.

Mbogo, J., & G, Waweru. (2014), Corporate Turn Around Strategies By Financially Distressed Companies Quoted At The Nairobi Securities Exchange. *Research Journal of Finance and Accounting*, Vol. 5(2) pp: 137--147.

Mckinley, W.& Scherer, A.G. (2000), Some unanticipated Consequences of Organizational Restructuring. *The Academy of Management Review*, Vol. 25(4) pp: 735-752

Mesquita & Lara. (2003), Capital Structure And Profitability: The Brazilian Case, Working Paper, Academy of Business and Administration Sciences

Conference, Vancouver, July 11-13.

Mostak, M. Ahamed, & Mallick, Sushanta. (2016), House of restructured assets: How do they affect bank risk in an emerging market?. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, Vol. 47 (C) pp: 1-14

Moin, Abdul (2003). *Merger, Akuisisi & Divestasi*, Yogyakarta: Penerbit Ekonisia, FEUII

Montgomery, Cynthia A and Wernerfelt, Birger. (1988), Diversification, Ricardian rents, and Tobin's q. *RAND Journal of Economics*, Vol. 19 (4) pp: 623-632.

Mulherin, J. H. & Boone, A. L. (2000), Comparing Acquisitions and Divestitures. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 6 (2) pp: 117-139.

Mungure, Sheila. (2017), Effect Of Economy Pricing Strategy On The Profitability Of Insurance Firms In Kenya International, *Journal of Finance And Accounting*, Vol.2 (2) pp: 24- 43.

Musiega, G, M & Chitiavi, M. S. (2013). Capital Structure and Performance: Evidence from Listed Non-Financial Firms on Nairobi Securities Exchange (Nse) Kenya, *International Journal for Management Science and Technology (IJMST)* Vol. 1 (2) pp: 5-19.

Mwangi, M. (2010),*The relationship between capital structure and financial performanceof firms listed at the Nairobi Stock Exchange*, Unpublished Thesis, University of Nairobi. Kenya

Myers, Stewart C., (1977), Determinants of Corporate Borrowing, *Journal of Financial Economics,*Vol. 5 (2) pp: 147–175.

Nazir, M., & Alam, A, (2010), The Impact of Financial Restructuring on the Performance of Pakistani Banks: A DEA Approach. *The IUP Journal of Applied Finance*, Vol. 16(1) pp: 71 - 86.

Ngambi, Marcel, T & Oloume, Frederic. (2013), Employee Share Ownership And Firm Performance : Evidence From A Sample Of Cameroonian Firms. *International Journal of Research In Social Sciences*, Vol. 2 (3) pp:48-55.

Nishihara, Michi &Takashi, Shibata, (2014), Asset sale, debt restructuring, and liquidation. - *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol. 67(C) pp: 73-92

Norley, L., Swanson, J., & P, Marshall. (2012), *A Practitioner's Guide to*

Corporate Restructuring. New York, NY: City Planning Publishing.

Nothardt, F. (2001), Corporate Turnaround and Corporate Stakeholders : An Empirical Examination of the Determinants of Corporate Turnaround in Germany with a Focus on Financial Stakeholder Theory, Dissertation, University of St. Gallen. Swiss.

Obiyo, O. C., & L. T, Lenee. (2011), Corporate governance and firm performance in Nigeria. *IJEMR*, Vol. 1(4) pp: 1–12.

Oduro, Marfo, Isaac & Agyei, Samuel Kwaku. (2013), Mergers & Acquisition and Firm Performance : Evidence from the Ghana Stock Exchange, *Research Journal of Finance and Accounting*, Vol. 4 (7) pp: 99-107

Ofek, Eli, (1993), Capital Structure and Firm Response to Poor Performance, *Journal of Financial Economics,* Vol. 34 (1) pp: 3–30.

Oghuvwu, M. E & Omoye, A.S ,.(2016), Mergers, Acquisitions and Corporate Performance: The Balanced Scorecard Approach, *Accounting and Finance Research,*Vol. 5 (4) pp: 63-75.

Park, S, and Song, M.H. (1995). Employee Stock Ownership Plans, Firm Performance, and Monitoring by outside Blockholders. *Financial Management*, Vol. 24 (4) pp: 52-65.

Pazarskis, M., Vogiatzogloy, M., Christdoulou, P., and Drogalas, G., (2006). Exploring the improvement of corporate performance after Mergers- the case of Greece, *International Research Journal of Finance and Economics*, ISSN 1450-2887 (6) pp: 184-192.

Pearce, J. A., and Robinson, R. B. (2011),*Strategic Management: Formulation, Implementation, and Control*. (12th edition). Boston Burr Ridge: McGraw-Hill/Irwin

Proctor T. (2011), Corporate restructuring: the pitfalls of changing industry structure. Management Decision, Vol. 39(3) pp: 197-204.

Ramaswany, K. and J. Waegelein,. (2003), "Firm Financial Performance Following Mergers", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 20(2) pp: 115-126.

Ramdas, Rajani & Kumar, Jyothi. (2014), Effect of Corporate Restructuring on Shareholder's Value in the Information Technology Sector. *International Review of Research in Emerging Markets and the Global Economy (IRREM) An Online International Monthly Journal*, Vol. 1 (1) pp: 33-39

Rashid, A., & Naeem, N. (2016), Effect of Merger on Corporate Performance: An Empirical Evaluation using OLS and The Emprirical Bayesian Methods. *Borsa Istanbul Review*, Vol. 17(1) pp: 10-24.

Riany C. (2012), Effects of restructuring on organization performance of mobile phone service providers. *International Review of social sciences and Humanities*, Vol. 4 (1) pp: 198-204

Robbins, Keith, and John A. Pearce, (1992), Turnaround: Retrenchment and Recovery, *Strategic Management Journal*, Vol. 13 (4) pp: 287–309.

Rosenfeld, J. D. (1984) "Additional Evidence on the Relation Between Divestiture Announcements and Shareholder Wealth." *Journal of Finance*, Vol. 39 (5) pp: 1437- 1447

Rouf, A, M. (2011). The relationship between corporate governance and value of the firm in developing countries: Evidence from Bangladesh. *The International Journal of Applied Economics and Finance*, Vol. 5(3) pp: 237 – 244.

Saeed, M. M & A, A, Gull. (2013), Impact of Capital Structure on Banking Performance (A Case Study of Pakistan), *Institute of Interdisciplinary Business Research*, Vol. 4 (10) pp: 393 - 403.

Saleh, R., (2010), The Economic & Profitability Impact of Mergers & Acquisitions among Banks in Lebanon. Thesis. International Washington University, Washington. United States.

Salim, M & Raj, Yadav. (2012), Capital Structure and firm Performance : Evidence From Malaysian Listed Companies, *International Congress on interdisciplinary Business and Social Science*, Vol. 65 (2012) pp: 156 – 166.

Sanders, W. (2001), Behavioral responses of CEOs to stock ownership and stock option pay. *Academy of Management Journal*, Vol. 44 (3) pp: 477-492.

Sari, Intan Novita. (2013), Nusantara Infrastructure tingkatkan total aset jadi Rp 45,8, di https://www.merdeka.com (diakses 5 Agustus 2013)

Silitonga, Teti Linda. (2016), Aksi Emiten 6 Oktober: Berikut Ulasan Detail Enam Saham, di http://market.bisnis.com (diakses 06 Oktober 2016)

Srivastava, V., & G, Mushtaq. (2011). Corporate Restructuring - A Financial Strategy. *Asian Journal of Technology & Management Research*, Vol 1 (1) pp: 1- 9.

Sudarsanam, Sudi, and Jim Lai, (2001), Corporate Financial Distress and TurnaroundStrategies: An Empirical Analysis, *British Journal of Management,* Vol. 12 (3) pp: 183–199.

Sulaiman, L.A. (2012), Does Restructuring Improve Performance? An Industry Analysis of Nigerian Oil & Gas Sector. *Research Journal of Finance and Accounting*, Vol. 3 (6) pp: 55-62.

Sun. Meijui. (2012), Impact Of Divestiture Activities On Corporate Performance: Evidence From Listed Firms In Taiwan. *The International Journal of Business and Finance Research.* Vol. 6 (2) pp: 59-67.

Uwalomwa, U., & O, Olamide. (2012), An Empirical Examination of the Relationship between Ownership Structure and the Performance of Firms in Nigeria. *International Business Research*, Vol. 5 (1) pp: 208-215.

Vance, D. (2009) , *Corporate restructuring, From cause analysis to execution,* London and New York : Springer

Veld & Veld-Merkoulova, (2004), Do spin-offs really create value? The European case. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 28 (5) pp: 1111–1135

Wayhan, V.B. , & Werner, S. 2000. The impact of workforce reductions on financial performance: A longitudinal perspective. *Journal of Management*, Vol. 26 (2) pp: 341-363.

Weinraub HJ and S Visscher (1998). "Industry Practice Relating To Aggressive Conservative Working Capital Policies." *Journal of Financial and Strategic Decision,* Vol. 11 (2) pp: 11-18.

Weston, J Fred, dan Mitchell, Mulherin. (2004). *Takeovers Restructuring and Corporate Governance*, 4th ED, Pearson Prentice Hill, New Jearsey.

Wu, Z. & Delios, A. (2009), The Emergence of Portfolio Restructuring in Japan. *Management International Review*, Vol. 49(3) pp: 313-335.

Yawson, Alfred, (2008), Interaction effects of restructuring decisions on operating profitfollowing performance shocks, *Journal of Economics and Business*, Vol. 61 (30) pp: 216-237.

Ye, Qichang, Zongling Xu, and Dan Fang. (2012). "Market Structure, Performance, and Efficiency of the Chinese Banking Sector." *Economic Change and Restructuring*, Vol. 45(4)pp: 337– 58.

Yegon, C., J. & J, Kirui, Sang. (2014), The Impact of Corporate Governance on Agency Cost: Empirical Analysis of Quoted Services Firms in Kenya.

Research Journal of Finance and Accounting, Vol. 5(12) pp: 145-154.

Yeh, T., & Hoshino, Y. (2002), Productivity and Operating Performance of Japanese Merging Firms: Keiretsu- related and Independent Acquisitions. *Japanese and the World Economy*, Vol. 14 (3) pp: 243-366.

Youndt, M. A., Snell, S. A., Dean Jr. J.W & Lepak, D.P. (1996), Human Resource Management, Manufacturing Strategy and Firm Performance. *The Academy of Management Journal*, Vol. 39(4) pp: 836-866.

LAMPIRAN

Lampiran 1: Uji Statistik Deskriptif

———— 14/05/2020 20:07:44 ————————————————————————————

Descriptive Statistics: Sebelum RH Grup; Sesudah RH Grup

Variable	N	Mean	SE Mean	StDev	Minimum	Median	Maximum
Sebelum RH Grup	7	2,157	0,802	2,123	0,540	1,799	6,707
Sesudah RH Grup	7	5,126	0,936	2,476	1,878	5,231	9,530

Descriptive Statistics: Sebelum RH Non Grup; Sesudah RH Non Grup

Variable	N	Mean	SE Mean	StDev	Minimum	Median	Maximum
Sebelum RH Non G	4	1,565	0,624	1,247	0,706	1,092	3,368
Sesudah RH Non G	4	1,681	0,881	1,761	0,521	0,951	4,302

Descriptive Statistics: Sebelum RI Grup; Sesudah RI Grup

Variable	N	Mean	SE Mean	StDev	Minimum	Median	Maximum
Sebelum RI Grup	33	1,177	0,217	1,244	0,0105	0,820	6,115
Sesudah RI Grup	33	1,780	0,287	1,647	0,194	1,231	8,704

Descriptive Statistics: Sebelum RI Non Grup; Sesudah RI Non Grup

Variable	N	Mean	SE Mean	StDev	Minimum	Median	Maximum
Sebelum RI Non G	23	0,875	0,140	0,672	0,0473	0,977	2,700
Sesudah RI Non G	23	1,006	0,159	0,762	0,0556	0,976	3,176

Descriptive Statistics: Sebelum Divestasi Grup; Sesudah Divestasi Grup

Variable	N	Mean	SE Mean	StDev	Minimum	Median	Maximum
Sebelum Divestas	8	1,118	0,174	0,492	0,382	1,100	1,890
Sesudah Divestas	8	1,945	0,272	0,769	1,117	1,916	2,814

Descriptive Statistics: Sebelum Divestasi Non Grup; Sesudah Divestasi Non Grup

Variable	N	Mean	SE Mean	StDev	Minimum	Median	Maximum
Sebelum Divestas	3	0,2418	0,0863	0,1494	0,1433	0,1683	0,4137
Sesudah Divestas	3	0,869	0,190	0,329	0,633	0,730	1,245

Descriptive Statistics: Sebelum Akuisisi Grup; Sesudah Akuisisi Grup

Variable	Mean	SE Mean	StDev	Minimum	Median	Maximum
Sebelum Akuisisi	1,553	0,205	1,047	0,217	1,378	5,014
Sesudah Akuisisi	2,101	0,222	1,134	0,756	1,880	5,427

Descriptive Statistics: Sebelum Akuisisi Non Grup; Sesudah Akuisisi Non

Grup

Variable	N	Mean	SE Mean	StDev	Minimum	Median	Maximum
Sebelum Akuisisi	4	0,966	0,192	0,385	0,513	0,972	1,407
Sesudah Akuisisi	4	0,812	0,150	0,300	0,459	0,815	1,160

Descriptive Statistics: Sebelum OPEX Grup; Sesudah OPEX Grup

Variable	N	Mean	SE Mean	StDev	Minimum	Median	Maximum
Sebelum OPEX Gru	10	1,883	0,568	1,797	0,724	1,087	6,707
Sesudah OPEX Gru	10	2,679	0,785	2,481	1,177	2,105	9,530

Descriptive Statistics: Sebelum OPEX Non Grup; Sesudah OPEX Non Grup

Variable	N	Mean	SE Mean	StDev	Minimum	Median	Maximum
Sebelum OPEX Non	5	0,833	0,110	0,246	0,480	0,862	1,103
Sesudah OPEX Non	5	1,2258	0,0880	0,1968	0,9877	1,1906	1,5242

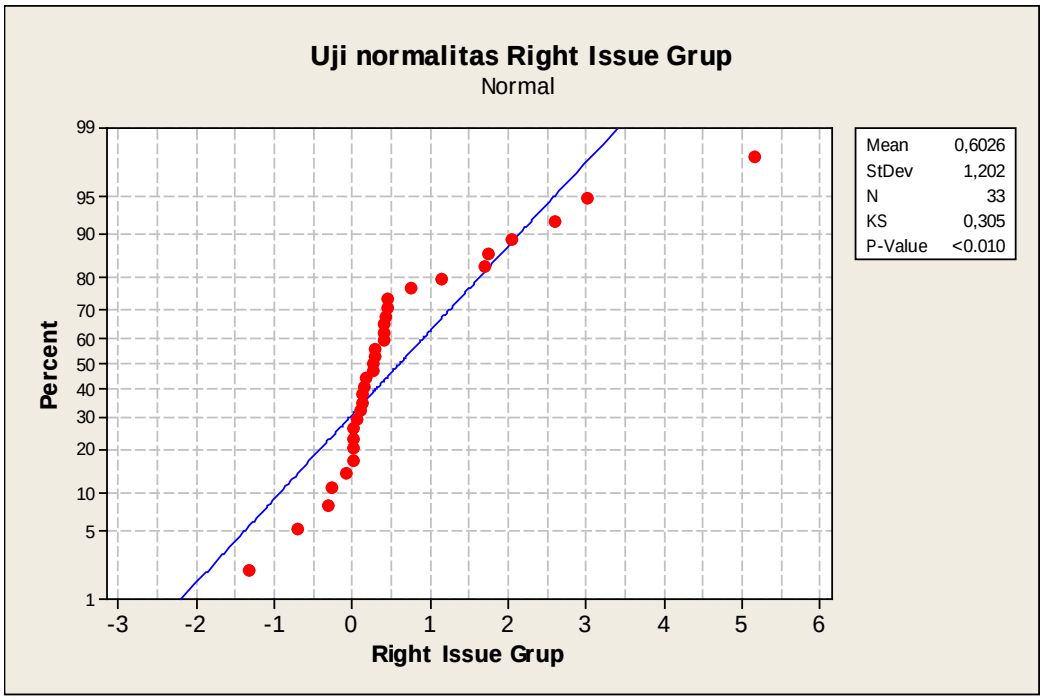
Descriptive Statistics: Sebelum PHK Grup; Sesudah PHK Grup

Variable	N	Mean	SE Mean	StDev	Minimum	Median	Maximum
Sebelum PHK Grup	6	2,159	0,944	2,314	0,624	1,335	6,707
Sesudah PHK Grup	6	3,17	1,28	3,13	1,51	1,94	9,53

Descriptive Statistics: Sebelum PHK Non Grup; Sesudah PHK Non Grup

Variable	N	Mean	SE Mean	StDev	Minimum	Median	Maximum
Sebelum PHK Non	3	0,571	0,129	0,224	0,313	0,699	0,702
Sesudah PHK Non	3	1,325	0,164	0,284	1,043	1,321	1,611

Lampiran 2 : Uji Normalitas Nilai Tobin’s Q Perusahaan Grup yang Melakukan Restrukturisasi Right Issue



Lampiran 3 : Hasil Uji Hipotesis

Wilcoxon Signed Rank Test: Restrukturisasi Hutang Grup

```
Test of median = 0,000000 versus median not = 0,000000

                                  N
                                 for   Wilcoxon         Estimated
                            N  Test  Statistic      P     Median
Restrukturisasi Hutang Grup  7     7       28,0  0,022      2,994
```

Wilcoxon Signed Rank Test: Restrukturisasi Hutang Non Grup

```
Test of median = 0,000000 versus median not = 0,000000

                                      N
                                     for   Wilcoxon         Estimated
                                N  Test  Statistic      P     Median
Restrukturisasi Hutang Non Grup  4     4        5,0  1,000    0,01873
```

Wilcoxon Signed Rank Test: Right Issue Grup

```
Test of median = 0,000000 versus median not = 0,000000

                        N
                       for   Wilcoxon         Estimated
                  N  Test  Statistic      P     Median
Right Issue Grup  33    33      475,0  0,001     0,2914
```

Wilcoxon Signed Rank Test: Right Issue Non Grup

```
Test of median = 0,000000 versus median not = 0,000000

                            N
                           for   Wilcoxon         Estimated
                      N  Test  Statistic      P     Median
Right Issue Non Grup  23    23      212,0  0,025    0,09820
```

Wilcoxon Signed Rank Test: Divestasi Grup

```
Test of median = 0,000000 versus median not = 0,000000

                     N
                    for   Wilcoxon         Estimated
                N  Test  Statistic      P     Median
Divestasi Grup  8     8       36,0  0,014     0,8050
```

Wilcoxon Signed Rank Test: Divestasi Non Grup

```
Test of median = 0,000000 versus median not = 0,000000

                       N
                      for   Wilcoxon         Estimated
```

```
                    N  Test  Statistic      P     Median
Divestasi Non Grup  3     3        6,0  0,181     0,6111
```

Wilcoxon Signed Rank Test: Akuisisi Grup

```
Test of median = 0,000000 versus median not = 0,000000

                     N
                    for   Wilcoxon         Estimated
                N   Test  Statistic      P     Median
Akuisisi Grup  26    26      329,0  0,000     0,5251
```

Wilcoxon Signed Rank Test: Akuisis Non Grup

```
Test of median = 0,000000 versus median not = 0,000000

                       N
                      for   Wilcoxon         Estimated
                  N   Test  Statistic      P     Median
Akuisis Non Grup  4     4        0,0  0,100    -0,1539
```

Wilcoxon Signed Rank Test: OPEX Grup

```
Test of median = 0,000000 versus median not = 0,000000

                   N
                  for   Wilcoxon         Estimated
              N   Test  Statistic      P     Median
OPEX Grup    10    10       55,0  0,006     0,6424
```

Wilcoxon Signed Rank Test: Opex Non Grup

```
Test of median = 0,000000 versus median not = 0,000000

                     N
                    for   Wilcoxon         Estimated
                N   Test  Statistic      P     Median
Opex Non Grup   5     5       15,0  0,059     0,3963
```

Wilcoxon Signed Rank Test: PHK Grup

```
Test of median = 0,000000 versus median not = 0,000000

                 N
                for   Wilcoxon         Estimated
            N   Test  Statistic      P     Median
PHK Grup    6     6       21,0  0,036     0,8542
```

Wilcoxon Signed Rank Test: PHK Non Grup

```
Test of median = 0,000000 versus median not = 0,000000

                     N
                    for   Wilcoxon         Estimated
```

	N	Test	Statistic	P	Median
PHK Non Grup	3	3	6,0	0,181	0,7934

Lampiran 4: Hasil Uji Korelasi Perusahaan Grup

Correlations

		TobinsQ	RH	RI	DIV	A	OPEX
TobinsQ	Pearson Correlation	1	,467**	,411**	,220*	,222*	,364**
	Sig. (2-tailed)		,000	,000	,045	,042	,001
	N	84	84	84	84	84	84
RH	Pearson Correlation	,467**	1	,110	,022	-,135	-,110
	Sig. (2-tailed)	,000		,318	,841	,221	,321
	N	84	84	84	84	84	84
RI	Pearson Correlation	,411**	,110	1	-,145	-,040	,060
	Sig. (2-tailed)	,000	,318		,188	,718	,587
	N	84	84	84	84	84	84
DIV	Pearson Correlation	,220*	,022	-,145	1	-,121	,027
	Sig. (2-tailed)	,045	,841	,188		,275	,811
	N	84	84	84	84	84	84
A	Pearson Correlation	,222*	-,135	-,040	-,121	1	,054
	Sig. (2-tailed)	,042	,221	,718	,275		,627
	N	84	84	84	84	84	84
OPEX	Pearson Correlation	,364**	-,110	,060	,027	,054	1
	Sig. (2-tailed)	,001	,321	,587	,811	,627	
	N	84	84	84	84	84	84

**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Lampiran 5**:** Hasil Uji Korelasi Perusahaan **Non Group**

Correlations

		TobinsQ	RH	RI	DIV	A	OPEX
TobinsQ	Pearson Correlation	1	,394*	,365*	-,074	-,111	,509**
	Sig. (2-tailed)		,013	,022	,655	,503	,001
	N	39	39	39	39	39	39
RH	Pearson Correlation	,394*	1	,087	-,111	-,130	,163
	Sig. (2-tailed)	,013		,600	,502	,432	,322
	N	39	39	39	39	39	39
RI	Pearson Correlation	,365*	,087	1	-,281	-,330*	,040
	Sig. (2-tailed)	,022	,600		,083	,041	,809
	N	39	39	39	39	39	39
DIV	Pearson Correlation	-,074	-,111	-,281	1	-,098	-,111
	Sig. (2-tailed)	,655	,502	,083		,554	,501
	N	39	39	39	39	39	39
A	Pearson Correlation	-,111	-,130	-,330*	-,098	1	-,130
	Sig. (2-tailed)	,503	,432	,041	,554		,430
	N	39	39	39	39	39	39
OPEX	Pearson Correlation	,509**	,163	,040	-,111	-,130	1
	Sig. (2-tailed)	,001	,322	,809	,501	,430	
	N	39	39	39	39	39	39

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).