

## **ANALISIS PENGARUH RESTRUKTURISASI HUTANG TERHADAP RETURN SAHAM PADA PERUSAHAAN GO PUBLIK DI BURSA EFEK JAKARTA YANG MELAKUKAN RESTRUKTURISASI PADA TAHUN 2003**

Yulazri

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Esa Unggul, Jakarta  
Jalan Arjuna Utara No.9 Kebon Jeruk Jakarta 11510  
mrjoelseakt@gmail.com

### **Abstract**

*This research objective is to analysis the influence of debt restructuring of listed companies announcement to stock return. The influence of debt restructuring announcement to stock return shows where there is abnormal return which calculated by market model approach. This research based on the secondary data and the object of this research are listed companies at Jakarta Stock Exchange where their restructured their debts on the year 2003. Data collections covering : date of restructuring announcements (event date), daily stock price movement, daily composite index movement. The research methodology utilized is event study with estimation period 15 days and window period 31 days: 15 days before announcement date, at announcement date, 15 days after announcement date. Calculating abnormal return based on market model approach. Significant test of average abnormal return used one sample test at level of significantly of 5% performed. The result of this research shows that debt restructuring announcement have influence to stock return, this indicated, there is abnormal return around date of debt restructuring announcement. Positive significant average abnormal return (AAR) occurred at day  $t+1$ , but at days  $t+2$  also have negative significant average abnormal return (AAR), and the otherside the resulted of cumulative average abnormal return (CAAR) is negative. Strong and weak fluctuation of significant average abnormal return (AAR) have occurred at the period  $t-7$  up to  $t+7$ . The trend of strong and weak of average abnormal return (AAR) at period  $t-7$  up to  $t+7$  with same model, 2 days with strong trend and then in the following day has more significant weaknesses.*

**Keywords** : restructuring, event study, abnormal return

### **Abstrak**

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh dari keputusan atau informasi restrukturisasi utang perusahaan go publik terhadap return saham. Pengaruh tersebut ditunjukkan dengan abnormal return yang dihitung berdasarkan pendekatan model pasar (market model). Penelitian ini menggunakan data sekunder pada perusahaan-perusahaan go publik yang listing di Bursa Efek Jakarta yang melakukan restrukturisasi utang pada tahun 2003. Data meliputi tanggal keputusan restrukturisasi, harga saham harian, indeks harga saham gabungan (IHSG) harian. Metodologi penelitian yang digunakan adalah metode 'event study' dengan periode estimasi (estimated period) 15 hari, periode peristiwa (event window period) terdiri dari 15 hari sebelum tanggal kejadian, 1 hari pada tanggal kejadian dan 15 hari setelah tanggal kejadian. Untuk menghitung abnormal return digunakan market model. Untuk menguji signifikansi dari rata-rata abnormal return (average abnormal return) digunakan one sample T Test dengan tingkat keyakinan 5%. Hasil penelitian menunjukkan bahwa hasil restrukturisasi utang perusahaan go publik berpengaruh terhadap return saham, hal ini ditandai dengan adanya abnormal return di sekitar tanggal pengumuman/berita restrukturisasi utang. Average abnormal return (AAR) positif yang cukup signifikan dihasilkan pada hari ke  $t+1$ , tetapi pada hari ke  $t+2$  diperoleh Average abnormal return (AAR) negatif yang juga signifikan, disamping itu secara kumulatif pengaruh abnormal return yang dihasilkan adalah negatif. Fluktuasi penguatan dan pelemahan Average Abnormal Return (AAR) yang signifikan terjadi pada rentang waktu antara hari ke  $t-7$  sampai dengan hari  $t+7$ . Pola penguatan dan pelemahan Average Abnormal Return (AAR) mengalami pola yang sama dalam rentang waktu antara hari ke  $t-7$  sampai dengan hari  $t+7$  yaitu 2 hari

mengalami penguatan yang cenderung menaik dan kemudian 1 hari berikutnya mengalami pelemahan lagi yang cukup signifikan.

**Kata kunci** : Restrukturisasi, event study, abnormal return, market model.

## Pendahuluan

Krisis ekonomi yang berkepanjangan di Indonesia yang mengakibatkan hancurnya perusahaan-perusahaan besar yang selama ini menjadi tulang punggung penggerak ekonomi Indonesia. Krisis yang bermula terjadi di Thailand kemudian menyebar ke Korea, Malaysia dan akhirnya ke Indonesia. Krisis Moneter di Indonesia terjadi pada pertengahan tahun 1997 yang mengakibatkan nilai tukar rupiah melemah (terdepresiasi) terhadap mata uang asing terutama mata uang dollar Amerika (*US Dollar*) hingga ketingkat yang paling rendah mencapai kisaran Rp.16.800,-. Depresiasi mata uang Rupiah di luar batas normal, membengkaknya utang luar negeri dan meningkatnya biaya operasi perusahaan merupakan beberapa hal yang berimbas pada sulitnya kemampuan perusahaan-perusahaan terutama perusahaan swasta di Indonesia untuk mempertahankan kelangsungan hidupnya, banyak perusahaan-perusahaan baik kecil, menengah dan besar gulung tikar, dan banyak terjadi pemutusan hubungan kerja (PHK).

Kondisi tersebut diatas mengakibatkan banyak perusahaan kesulitan dalam memenuhi kewajiban untuk membayar cicilan bunga dan pokok utangnya. Kesulitan yang dialami perusahaan-perusahaan tersebut akibat perusahaan mempunyai utang dalam mata uang asing yang sangat besar dan atas utang tersebut tidak dilakukan hedging.

Krisis ini secara langsung juga mempengaruhi perusahaan-perusahaan yang telah go publik. Nilai perusahaan turun drastis, Harga saham dari perusahaan-perusahaan turun hingga tinggal 25% dari nilai nominalnya. Hal ini juga ditunjukkan dengan melemahnya IHSG (indeks harga saham gabungan) pada tahun 1997 – 1998 yaitu dari 401.71 turun ke 398.03, perkembangan IHSG dapat dilihat pada Tabel 1.

Untuk mengatasi masalah tersebut, pemerintah telah melakukan berbagai upaya dalam mendorong perusahaan-perusahaan yang bermasalah untuk mencari cara-cara

penyelesaian. Salah satunya adalah melalui cara restrukturisasi, baik dalam bentuk restrukturisasi keuangan, usaha atau bisnis (*corporate restructuring*) maupun restrukturisasi di bidang utang (*debt restructuring*).

Restrukturisasi keuangan (*Corporate restructuring*) dapat dilakukan dengan cara antara lain melalui konsolidasi (peleburan usaha), likuidasi (pembubaran usaha), kepailitan (pembangkrutan), *split off* (pemecahan usaha), *spin off* (pemisahan usaha), penilaian kembali aktiva tetap (revaluasi), rekapitulasi (penataan kembali permodalan) dan reorganisasi usaha. Sedang untuk restrukturisasi utang ada beberapa jenis 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*).

Tabel 1  
Perkembangan IHSG BEJ untuk tahun 1995 – 2003

Tahun	IHSG
1995	513.84
1996	637.43
1997	401.71
1998	398.03
1999	676.91
2000	416.32
2001	392.03
2002	424.94
2003	691.9

Sumber : Laporan Tahunan Bapepam tahun 2003

Penelitian ini adalah lebih ditujukan kepada restrukturisasi yang berhubungan utang perusahaan. Serangkaian kebijakan yang telah dilakukan oleh pemerintah yang berkaitan dengan restrukturisasi yang ditujukan untuk dapat mengatasi atau mengurangi masalah yang dihadapi perusahaan yang berkaitan dengan utangnya antara lain telah dibentuknya Satuam Tugas (Satgas) Restrukturisasi Kredit. Salah satu fungsi satgas ini adalah sebagai

salah satu fasilitator antara Debitur dan kreditur dalam penyelesaian utang bermasalah.

Satgas yang pernah terbentuk terdiri dari 4 satgas yaitu terdiri dari 1. Tim Restrukturisasi Utang Indonesia (Indonesian Debt Restructuring Agency /INDRA); 2. Prakarsa Jakarta (*Jakarta Iniatif Task Force*); 3. Satgas Restrukturisasi BI; 4. Badan Penyehatan Perbankan Nasional(BPPN).

INDRA dibentuk pada 2 Juli 1998, tujuannya adalah untuk membantu penyelesaian utang swasta luar negeri dengan mengambil alih resiko nilai tukar tetapi bukan resiko komersial. Tim restrukturisasi utang swasta atau INDRA dibentuk untuk membantu debitur-debitur swasta untuk menegosiasikan utangnya terhadap kreditur luar negeri.

Prakarsa Jakarta (*Jakarta Iniatif Task Force*) dibentuk oleh pemerintah pada tanggal 9 September 1998 tujuan untuk membantu penyelesaian kredit bermasalah di luar pengadilan dan dalam melaksanakan tugasnya melalui pendekatan kepada debitur, untuk membantu memulihkan sektor usaha swasta Indonesia. Prakarsa Jakarta merupakan suatu wadah dimana perusahaan-perusahaan yang sedang menghadapi masalah sepakat dengan para krediturnya untuk melaksanakan restrukturisasi terhadap pinjaman mereka sehingga perusahaan-perusahaan dimaksud memperoleh kembali akses-akses untuk mendapatkan modal baru.

Satgas Restrukturisasi BI dibentuk melalui SK Direksi BI 31/172/KEP/DIR dan diubah dengan SK Gubernur BI No.1/15/KEP.GBI/1999. Fungsi Satgas disamping seperti yang telah disebutkan diatas adalah melakukan monitor (pemantauan) atas usaha restrukturisasi dan penyelesaian kredit-kredit bermasalah pada bank-bank nasional, memberikan konsultasi dan mediasi, serta mensosialisasikan berbagai ketentuan restrukturisasi.

Badan Penyehatan Perbankan Nasional (BPPN) / *Indonesian Bank Restructuring Agency* (IBRA) dibentuk berdasarkan Keputusan Presiden no. 27 tahun 1998 tentang pembentukan Badan Penyehatan Perbankan Nasional, sedang BPPN melakukan restrukturisasi kredit adalah berdasarkan Peraturan Pemerintah No.17 Tahun 1999 tanggal 27 Pebruari 1999 yang berfungsi melakukan

administrasi program penjaminan dan program penyehatan perbankan. Program restrukturisasi BPPN dilakukan terhadap Bank BTO dan Bank BBO atau BBKU. Program restrukturisasi terhadap bank BTO dilakukan pengambilalihan manajemen, penyelesaian kewajiban pemegang saham (PKPS), resolusi dan pengalihan assets. Dan Program restrukturisasi terhadap bank BBO atau BBKU dilakukan antara lain pembayaran kewajiban bank, pengalihan asset bank, pengelolaan asset bank penyelesaian pemegang saham dan likuidasi.

Seperti diketahui bahwa kredit perbankan bermasalah yang akan direstrukturisasi, ada yang ditangani oleh BPPN bagi kredit-kredit yang telah dialihkan ke BPPN dan ada pula yang ditangani oleh Bank kreditur sendiri sehingga proses restrukturisasi tidak berada dibawah BPPN. Perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta banyak yang merupakan debitur-debitur dari bank-bank yang disehatkan melalui program BPPN tersebut.

Tujuan lain dari restrukturisasi selain menyehatkan perusahaan dan dunia perbankan maka juga untuk membangkitkan kembali pasar modal yang lesu dan yang tidak kalah pentingnya adalah untuk memperbaiki nilai/harga saham perusahaan yang dilakukan restrukturisasi utangnya tersebut.

Bagi perusahaan yang listing di Bursa Efek di Indonesia akan diawasi oleh Bapepam (Badan Pengawas Pasar Modal). Termasuk pengawasan terhadap perusahaan-perusahaan yang sedang dalam proses restrukturisasi utangnya.

Pada tahun 2003, berdasarkan laporan tahunan (*annual report*) Bapepam terdapat perusahaan go publik yang melakukan restrukturisasi utangnya dan terdapat juga perusahaan yanag telah disetujui untuk dilakukan restrukturisasi. Pada tahun 2003 tersebut juga IHSG berada pada nilai tertinggi dibanding dengan tahun-tahun sebelumnya yaitu pada level 691.9, lihat Tabel 1 tertera diatas.

Perubahan-perubahan harga saham umumnya dipengaruhi oleh informasi yang diterima oleh pelaku pasar di Bursa, sehingga setiap berita yang menyangkut perusahaan go publik yang diterima pasar akan mempengaruhi pengambilan keputusan investasi oleh investor

yang ada di bursa tersebut. Proses restrukturisasi disetujui atau tidak disetujui, berhasil atau tidak berhasilnya merupakan suatu informasi bagi pelaku pasar untuk pengambilan keputusan investasinya.

Pertanyaan yang timbul adalah apakah informasi (pengumuman) restrukturisasi utang perusahaan-perusahaan go publik yang diterima oleh pasar (investor) tersebut berpengaruh terhadap return saham perusahaan go publik yang listing di Bursa Efek dalam hal ini adalah Bursa Efek Jakarta.

### **Restrukturisasi**

Suatu perusahaan yang ditandai dengan selalu merugi yang berkepanjangan (*negatif income*) akibat penjualan yang menurun dan beban biaya yang makin meningkat, serta buruknya operasional perusahaan, tidak ada perbaikan keuangan, mempunyai hutang yang besar baik dalam mata uang domestik maupun asing, sehingga tidak mempunyai kemampuan untuk melunasi kewajiban bunga maupun hutang pokoknya, perusahaan sudah melakukan PHK terhadap karyawannya dan dalam jangka panjang akan lebih cenderung untuk bangkrut atau dilikuidasi, maka sebelum usaha yang lebih buruk itu terjadi maka perusahaan perlu melakukan tindakan-tindakan perbaikan yang dapat memperbaiki posisi keuangan perusahaan. Usaha-usaha perbaikan tersebut lebih dikenal dengan istilah restrukturisasi.

Restrukturisasi saat ini menjadi istilah yang semakin populer, khususnya setelah terjadinya krisis moneter dan ekonomi bagi dunia usaha di Indonesia yang telah memperlemah sendi perekonomian yang penting sebagai landasan pokok pertumbuhan pembangunan disegala bidang. Depresiasi mata uang rupiah di luar batas normal, membengkaknya hutang luar negeri, meningkatnya biaya operasional perusahaan-perusahaan, terutama perusahaan swasta di Indonesia untuk mempertahankan kelangsungan hidupnya.

Restrukturisasi secara umum adalah melakukan modifikasi secara signifikan terhadap hutang (*debts*), operasi dan struktur dari perusahaan. Aksi korporasi ini dilakukan jika perusahaan mengalami masalah yang cukup berat dalam keuangan dan usahanya secara keseluruhan. Harapan setelah dilakukan

restrukturisasi maka perusahaan akan mengalami perbaikan. Restrukturisasi merupakan suatu proses perubahan yang mendasar yang dilakukan oleh manajemen untuk merubah struktur keuangan perusahaan dalam rangka memperbaiki kinerja usaha. Restrukturisasi dapat juga berarti memperbesar atau memperkecil struktur perusahaan. Pada intinya tujuan dilakukannya restrukturisasi adalah melakukan perubahan mendasar yang mengakibatkan kinerja perusahaan yang buruk menjadi yang lebih baik. Restrukturisasi perusahaan menolong perusahaan mengetahui performance yang buruk, menentukan strategi baru yang menguntungkan dan attain kemampuan di pasar modal.

Duane Ireland dan Hokisson – 1997 , menyebutkan bahwa restrukturisasi adalah perubahan komposisi bisnis perusahaan atau struktur keuangan. Banyak restrukturisasi menghasilkan perampangan dan pelepasan bisnis yang disebabkan kegagalan pengelolaan terhadap struktur utang perusahaan dalam bentuk pinjaman. Pemicu utama dilakukannya restrukturisasi adalah kinerja yang buruk, dan koreksi terhadap diversifikasi yang berlebihan (*overdiversifikasi*). Setelah restrukturisasi maka perhatian terhadap usaha yang digeluti akan lebih diperhatikan dengan tujuan untuk mempertahankan atau memperoleh kembali keuntungan kompetitif.

Syakhroza & Jebarus – 1998 mengartikan restrukturisasi sebagai pembenahan/perombakan mendasar terhadap seluruh mata rantai bisnis perusahaan dengan tujuan terciptanya daya saing dan kompetisi.

Restrukturisasi menurut Saiful M Ruki – 1999 meliputi 3 bidang antara lain :

1. Restrukturisasi usaha merupakan suatu proses menyehatkan perusahaan baik di tingkat korporat maupun di tingkat unit usaha dengan cara menata kembali mata rantai kegiatan bisnis.
2. Restrukturisasi organisasi dan manajemen dilakukan dengan cara mendapatkan kepemimpinan yang baru yang lebih memiliki visi, transparansi dan komitmen yang jelas tentang pemulihan perusahaan dan melakukan downsizing dan streamlining.
3. Restrukturisasi keuangan merupakan usaha yang ditempuh oleh perusahaan untuk

mendapatkan struktur modal yang lebih menguntungkan.

Wikipedia/Investopedia - Karakteristik restrukturisasi biasanya adalah menjual bagian dari perusahaan, misal, divisi yang tidak menguntungkan dari usaha utama (core business), Pengurangan staff sebagian atau seluruhnya dengan menggantikan sebagiannya melalui outsourcing. Karakteristik restrukturisasi yang lain adalah :

1. Perubahan pada manajemen perusahaan.
2. Penjualan atas assets yang tidak digunakan (underutilized)
3. Outsourcing atas tenaga kerja
4. Pemindahan tempat operasi ke lokasi yang lebih murah.
5. Reorganisasi dari fungsi-fungsi misal : penjualan, marketing dan distribusi.
6. Negosiasi ulang atas kontrak tenaga kerja untuk mengurangi overhead.
7. Refinancing hutang untuk mengurangi pembayaran bunga.
8. Melakukan kampanye public relation untuk melakukan reposisi perusahaan dengan konsumen.

Restrukturisasi dikelompokkan menjadi 2 jenis yaitu Restrukturisasi perusahaan (*Corporate restructuring*) dan Restrukturisasi utang perusahaan (*debt restructuring*).

### **1. Restrukturisasi Usaha (*Corporate restructuring*)**

Donald H Chew, Jr (1989), menyatakan Corporate restructuring adalah pergerakan utama dari perusahaan-perusahaan besar yang bisnis utamanya menghasilkan arus kas usaha yang cukup besar dari penawaran beberapa investasi yang menguntungkan. Masalah yang utama yang dihadapi oleh manajemen perusahaan-perusahaan tersebut adalah apa yang harus dilakukan terhadap eksekusi dari modal. Khusus pada tahun 1970 –1980an, jenis respon manajemen adalah melanjutkan membuat skala besar dalam pengurangan usaha utama atau jika prospek kurang menguntungkan maka dilakukan diversifikasi melalui akuisisi dengan melakukan usaha baru. Gelombang restrukturisasi pada saat ini manajemen focus pada usaha utama melalui (1) rekapitalisasi atas usaha yang tidak atau lambat berkembang/tumbuh (melalui LBOs, ESOPs, *limited partnership*, atau *stock buyback*

secara besar), (2) Melakukan konsolidasi akuisisi dalam industri terhadap eksekusi kapasitas (3) Melakukan penjualan (*sale*) atau *Spin-off* terhadap usaha yang tidak berhubungan.

Menurut Magdi Iskander, Gerald Meyermen, Dale F. Gray dan Sean Hagan (1999), *Corporate restructuring* adalah restrukturisasi terhadap aktiva (*the assets*) dan kewajiban (*liabilities*) perusahaan, termasuk struktur ratio *debt to equity*, sesuai dengan kebutuhan arus kas dalam rangka efisiensi, pertumbuhan, dan meminimisasi cost pembayar pajak.

Ian Giddy - *Corporate restructuring* adalah perubahan yang substantial pada struktur keuangan perusahaan atau kepemilikan atau pengendalian atau portofolio usaha yang di desain untuk meningkatkan nilai dari perusahaan.

Disamping itu Sudarmaji (1998), menyatakan *Corporate Restructuring* merupakan pembenahan ulang perusahaan, tanpa harus merubah keseluruhan misi dan visi ataupun organisasinya.

Restrukturisasi perusahaan dapat dilakukan dengan cara *bankruptcies, merger and acquisitions, spin-offs, and buyouts affect creditors, shareholders, and employees*.

Menurut William P. Mako untuk mengukur hasil dari pelaksanaan *Corporate restructuring* harus diukur dari 3 dimensi antara lain : (1) Dalam jangka panjang mencegah terhadap ketidak hati-hatian atas penanganan utang (2) Kestabilan keuangan dalam jangka pendek (3 bulan) untuk melindungi likuiditas dari pertumbuhan utang perusahaan yang berlebih (3) restrukturisasi usaha dalam jangka menengah (6 – 18 bulan) untuk memperbaiki profitabilitas, solvabilitas dan likuiditas.

### **2. Restrukturisasi Utang Perusahaan (*Debt Restructuring*)**

Restrukturisasi utang (*debt restructuring*) adalah suatu bentuk restrukturisasi yang dilakukan oleh suatu perusahaan dalam rangka memperbaiki kondisi keuangan dengan cara mengatur kembali utang-utangnya dengan mengajukan syarat-syarat dan kondisi yang disepakati oleh kedua belah pihak. Restrukturisasi utang dilakukan adalah dengan memberikan kesempatan kepada debitur yang memenuhi ketentuan,

agar debitur dapat melunasi utang-utangnya kepada para kreditur, dengan cara memberikan tenggang waktu pelunasan pembayaran utangnya atau memberikan syarat-syarat dan kondisi baru kepada debitur, dengan demikian kreditur dapat memperoleh pelunasan atas tagihannya. Perusahaan yang melakukan restrukturisasi utang tentunya perusahaan tersebut dalam situasi ketidakmampuan dalam melunasi kewajiban baik utang pokok maupun bunga pinjamannya yang jatuh tempo atau dapat disebut bahwa perusahaan sedang mengalami kesulitan keuangan (*Financial distress*). *Financial distress* adalah suatu process jangka panjang dan mempunyai akibat terhadap struktur modal, kebijakan investasi dan kinerja dari perusahaan walaupun setelah mereka melakukan restrukturisasi (Kahl – 2002).

Jika suatu perusahaan mengalami kesulitan keuangan, maka pihak kreditur akan menghadapi situasi yang serius dimana kreditur akan memutuskan apakah perusahaan masih dapat dipertahankan sehingga memungkinkan untuk dilakukan restrukturisasi atau perusahaan tersebut lebih baik dilikuidasi.

Kesulitan keuangan yang berkepanjangan dapat mengakibatkan perusahaan tersebut jatuh kedalam kebangkrutan. Bangkrutnya suatu perusahaan dapat dilihat dari laporan keuangannya. Selain resiko kebangkrutan, perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan juga memiliki resiko di delisting jika perusahaan tersebut terdaftar di Bursa Efek.

Tujuan restrukturisasi utang perusahaan (*debt restructuring*) adalah merubah bentuk dan mengurangi utang secara teratur dengan tujuan untuk menambah profitabilitas dan kemampuan mengembalikan kredit agar perusahaan tersebut menjadi sehat kembali. Hal ini memerlukan kepercayaan kreditur dan debitur terhadap perusahaan yang akan di restrukturisasi. Stone (1998) menjelaskan jika jumlah perusahaan yang terlibat dalam restrukturisasi utang hanya dalam jumlah kecil dan tidak mempengaruhi kondisi mikro ekonomi maka pemerintah tidak perlu turut campur dalam proses penanganannya. Perusahaan yang bermasalah tersebut cukup ditangani oleh bank atau group bank yang akan menyelesaikannya. Tetapi jika perusahaan yang bermasalah

tersebut banyak dan mempengaruhi kondisi makro ekonomi maka peran dan campur tangan pemerintah sangat diperlukan.

Bentuk-bentuk pelaksanaan restrukturisasi utang, dapat ditempuh dengan salah satu cara berikut (Freddy harris – 2000) :

1. *Rescheduling*.

Melakukan penjadwalan ulang pembayaran utang dengan cara salah satunya dengan memberikan tenggang waktu (*grace period*) pelunasan yang lebih lama dari yang telah diperjanjikan, termasuk didalamnya utang pokok, bunga dan dendanya.

2. *Reconditioning*.

Pemberian syarat-syarat dan kondisi baru atau menambah syarat pada perjanjian (*loan agreement*) yang telah ada sehubungan dengan pelunasan utang debitur kepada para krediturnya. Hal ini dilakukan dengan negosiasi ulang.

3. *Hair cut*.

Merupakan pengurangan utang bagi kreditur yang menggunakan utang secara wajar. Debitur yang ingin mendapatkan pengurangan utang harus memenuhi sejumlah criteria antara lain : Kooperatif, integritas baik, kelayakan usaha, jaminan yang cukup, komitmen pembayaran, tidak ada curang.

4. Pengurangan tingkat suku bunga.

Keringanan tingkat suku bunga diberikan jika kondisi keuangan debitur tidak memungkinkan untuk membayar utangnya sesuai dengan syarat yang ada.

5. Pengurangan jumlah bunga atau utang pokok yang tertunggak. Kreditur dapat memberikan keringanan berupa mengurangi jumlah bunga yang tertunggak dan atau utang pokok yang juga tertunggak.

6. Memberikan tambahan utang baru.

Seorang atau lebih kreditur dapat tampil untuk memberikan utang baru. Tujuan dari diberikannya tambahan utang baru adalah untuk membantu debitur mengatasi kesulitan keuangan yang dihadapinya. Kreditur yang akan memberikan utang baru dalam rangka restrukturisasi dapat merupakan kreditur yang telah ada yaitu kreditur yang utangnya termasuk direstrukturisasi maupun kreditur baru.

7. Konversi utang dengan *convertible bond*.  
Utang yang ada diganti dengan obligasi yang dapat dikonversikan kedalam bentuk saham. Pembayaran dimungkinkan dilakukan dalam bentuk jaminan atau saham dari induk perusahaan yang menguntungkan. Pembayaran dapat dilakukan dalam mata uang yang berlainan atau tingkat suku bunga yang berlainan pula.

8. *Debt for equity conversion*.  
Seluruh atau sebagian utang debitor di konversi menjadi modal perseroan yang digunakan untuk membayar sebagian atau seluruh utang debitor kepada kreditur. Utang perseroan juga dapat menjadi modal perseroan sehingga kreditur yang setuju utangnya di konversi menjadi modal, maka otomatis ia menjadi pemegang saham.

9. *Negotiable promissory note*.  
Mengkonversi utang dengan syarat surat utang yang dapat dipindahtangankan, baik surat utang jangka menengah maupun jangka panjang dalam bentuk *Negotiable Promissory Note*. Hal ini akan menguntungkan kreditur karena dapat dijual dipasar uang dengan *discount*, sehingga dengan cara demikian, kreditur dapat dengan segera menguangkan tagihannya yang semula macet.

10. *Direct placement*.  
Merupakan penempatan atau suntikan modal baru baik dari pemegang saham lama atau pemegang saham baru, baik melalui setoran langsung atau melalui pasar modal. Setoran ini akan mempermudah debitor untuk melunasi kewajiban-kewajibannya.

11. Merger dengan perusahaan lain.  
Dalam hal ini para pemegang saham dari dua perusahaan atau lebih sepakat untuk menggabungkan seluruh aktiva dan kewajibannya, dimana perusahaan yang terakhir ini biasanya perusahaan yang terbesar dan tersehat. Tujuan merger adalah agar dapat menyelamatkan suatu perusahaan terncam dipailitkan.

12. *Consolidation*.  
Melakukan peleburan, masing – masing persero menjadi bubar, hal ini berarti bahwa assets bersih perusahaan tersebut

dimasukan sebagai modal (saham) dalam perusahaan baru hasil konsolidasi.

13. *Acquisition of stock*.

Pembelian saham oleh satu pihak pada perusahaan tertentu.

14. Menjual aktiva yang tidak produktif.

Menjual aktiva yang tidak produktif merupakan alternatif yang dapat dilakukan oleh perseroan, dimana hasilnya dapat digunakan untuk melunasi kewajiban debitor.

Dalam rangka mencari bentuk-bentuk yang cocok dengan kondisi internal dan eksternal debitor, pemerintah melakukan suatu upaya untuk atau mendukung terbentuknya *satuan tugas (satgas) restrukturisasi kredit*. Salah satu fungsi satgas restrukturisasi utang adalah sebagai fasilitator antara debitor dengan kreditur guna penyelesaian utang debitor dengan berpedoman pada bentuk-bentuk restrukturisasi utang.

Satuan tugas yang terbentuk pasca krisis dalam rangka mengupayakan penyelesaian masalah utang, sampai sekarang baru 4 satgas, yaitu : 1. *Tim Restrukturisasi Utang Indonesia (Indonesian Debt Restructuring Agency /INDRA)*; 2. *Prakarsa Jakarta (Jakarta Initiative Task Force)*; 3. *Satgas Restrukturisasi BI*; 4. *Badan Penyehatan Perbankan Nasional(BPPN) – (Freddy Harris – 2000)*.

1. *Indonesian Debt Restructuring Agency (INDRA)*.

INDRA dibentuk pada 2 Juli 1998, tujuannya adalah untuk membantu penyelesaian utang swasta luar negeri dengan mengambil alih resiko nilai tukar tetapi bukan resiko komersial. Badan ini tidak mengambil alih utang perusahaan. Tim restrukturisasi utang swasta atau INDRA dibentuk untuk membantu debitor-debitor swasta untuk menegosiasikan utangnya terhadap kreditur luar negeri. Tim ini dibentuk berdasarkan keputusan Presiden namun dimasa pemerintahan Abdurrahman Wahid Keppres tersebut dicabut sehingga dasar berpijak dari Tim tersebut sudah tidak ada lagi.

2. *Prakarsa Jakarta (Jakarta Initiative Task Force)*.

Dibentuk oleh pemerintah pada tanggal 9 September 1998 tujuan untuk membantu penyelesaian kredit bermasalah di luar pengadilan dan dalam melaksanakan tugasnya melalui pendekatan kepada debitur, untuk membantu memulihkan sektor usaha swasta Indonesia. Prakarsa Jakarta merupakan suatu wadah dimana perusahaan-perusahaan yang sedang menghadapi masalah sepakat dengan para krediturnya untuk melaksanakan restrukturisasi terhadap pinjaman mereka sehingga perusahaan-perusahaan dimaksud memperoleh kembali akses-akses untuk mendapatkan modal baru. Program ini menetapkan prinsip pemanfaatan penyelesaian sengketa dan restrukturisasi perusahaan di luar pengadilan. Prakarsa Jakarta berfungsi sebagai : fasilitator dan mediator antara debitur dan kreditur dalam negosiasi restrukturisasi kredit ; dan koordinator dalam rangka pemberian kemudahan dibidang tertentu berkaitan dengan restrukturisasi kredit perusahaan.

3. Satgas Restrukturisasi Bank Indonesia. Satuan tugas ini dibentuk melalui SK Direksi BI 31/172/KEP/DIR dan diubah dengan SK Gubernur BI No.1/15/KEP.GBI/1999. Fungsi Satgas disamping seperti yang telah disebutkan diatas adalah melakukan monitor (pemantauan) atas usaha restrukturisasi dan penyelesaian kredit-kredit bermasalah pada bank-bank nasional, memberikan konsultasi dan mediasi, serta mensosialisasikan berbagai ketentuan restrukturisasi. Sedang terhadap restrukturisasi utang yang berhubungan dengan utang bank maka penyelesaian mengacu kepada Surat Keputusan Direksi Bank Indonesia No. 31/150/KEP/DIR tanggal 12 Nopember 1998 tentang restrukturisasi kredit, yang kemudian disempurnakan berdasarkan Peraturan Bank Indonesia No. 2/15/PBI/2000 tanggal 12 Juni 2000 tentang perubahan Surat Keputusan Direksi Bank Indonesia No. 31/150/KEP/DIR tanggal 12 Nopember 1998. Restrukturisasi kredit adalah upaya yang dilakukan bank dalam kegiatan usaha perkreditan agar dapat memenuhi

kewajibannya. Restrukturisasi kredit tujuannya adalah upaya yang dilakukan Bank untuk memperbaiki kualitas portepel perkreditan disatu sisi dan mengupayakan pemulihan kegiatan usaha debitur, sehingga diharapkan mampu memenuhi kewajibannya kembali. Bank melakukan restrukturisasi kredit atas Debitur yang masih memiliki prospek usaha dan kemampuan membayar. Kredit yang akan direstrukturisasi harus dianalisis berdasarkan prospek usaha dan kemampuan bayar sesuai dengan proyeksi arus kas dan dilakukan oleh konsultan atau tenaga ahli yang independen. Restrukturisasi kredit dapat disebut upaya reaktif atau preventip. Sebagai upaya reaktif apabila dilakukan bagi kredit yang telah mengalami kesulitan pembayaran pokok/bunga. Sedangkan upaya preventip merupakan upaya yang dilakukan apabila kredit masih tergolong lancar namun diperkirakan akan mengalami kesulitan pembayaran angsuran pokok/bunga. Adapun restrukturisasi kredit yang dilakukan Bank agar debitur dapat memenuhi kewajibannya dilakukan antara lain melalui :

- Penurunan suku bunga kredit
- Pengurangan tunggakan bunga kredit
- Pengurangan tunggakan pokok kredit
- Perpanjangan jangka waktu kredit
- Penambahan fasilitas kredit
- Pengambilalihan assets debitur sesuai dengan ketentuan yang berlaku
- Konversi kredit menjadi penyertaan modal sementara pada perusahaan debitur.

Kebijakan tersebut ditindak lanjuti ke dalam 7 skim restrukturisasi sebagai berikut:

1. *Reschedulling, Reconditioning* dan *Restructuring*
2. *Interest ballon payment* (PBP)
3. Penyertaan sementara bank (PSB)
4. Pengelolaan assets
5. Penjualan Assets
6. Diskon Pnyelelesaian pinjaman
7. Kapailatan



4. Badan Penyehatan Perbankan Nasional (BPPN).

BPPN dibentuk berdasarkan Keputusan Presiden no. 27 tahun 1998 tentang pembentukan Badan Penyehatan Perbankan Nasional, sedang BPPN melakukan restrukturisasi kredit adalah berdasarkan Peraturan Pemerintah No.17 Tahun 1999 tanggal 27 Pebruari 1999 yang berfungsi melakukan administrasi program penjaminan dan program penyehatan perbankan.

a. Program restrukturisasi BPPN terhadap Bank BTO. Antara:

- Pengambilalihan Manajemen.
- Penyelesaian Kewajiban Pemegang Saham (PKPS)
- Resolusi
- Pengalihan Asset.

b. Program restrukturisasi BPPN terhadap Bank BBO atau BBKU, antara lain :

- Pembayaran Kewajiban Bank
- Pengalihan Aset Bank
- Pengelolaan Aset Bank Penyelesaian Kewajiban Pemegang Saham (PKPS).
- Likuidasi.

Pada Januari 1998, BPPN dibentuk dan memiliki tiga tujuan utama (Fane and McLeod, 2002):

1. Untuk mengatur restukturisasi atau likuidasi dari bank-bank yang lemah sebagai batasan atas biaya fiscal dari garansi yang dikeluarkan oleh pemerintah.
2. Untuk berperan sebagai konglomerat atas bank-bank milik pemerintah. BPPN diberikan tugas tersebut disebabkan karena bank-bank pemerintah diberikan pertanggung jawaban atas permasalahan yang terjadi pada bank-bank swasta dimana bank-bank swasta tersebut diambil alih tetapi tidak dilikuidasi.

Untuk berperan sebagai Perusahaan Aset Manajemen, dimana didalamnya diberikan tugas untuk mengelola pinjaman yang sangat rendah kualitasnya karena pemerintah melepaskan tanggung jawab atas pinjaman bank yang terkena rekapitalisasi. BPPN juga mengambil alih asset-aset dari bank-bank yang dilikuidasi, banyak diantaranya yang berupa

pinjaman yang berkualitas rendah. Akhirnya, BPPN telah mengakuisidalam jumlah besar dan bahkan sampai mengendalikan operasional beberapa perusahaan sebagai akibat dari pengambilalihan sejumlah saham dari beberapa perusahaan besar di Indonesia.

## **Metode Penelitian**

Penelitian ini menggunakan pendekatan studi peristiwa (*event study*). Event study merupakan study yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa yang mempengaruhi harga suatu sekuritas. Yang menjadi perhatian dalam study ini adalah apakah peristiwa tersebut mempunyai kandungan informasi yang bisa digunakan oleh investor sebagai bahan pertimbangan dalam melakukan keputusan investasi maupun dalam memperkirakan nilai suatu perusahaan atau sekuritas karena adanya *peristiwa* yang terjadi pada suatu perusahaan. Event study ini juga dapat digunakan untuk mengetahui seberapa cepat pasar menyerap informasi yang ada dalam membentuk keseimbangan harga yang baru.

Penggunaan event study dalam penelitian ini adalah ingin mengetahui apakah peristiwa restrukturisasi utang mengandung suatu informasi penting yang dapat mempengaruhi pengambilan keputusan investasi. Investor dapat menganggap peristiwa restrukturisasi utang pada perusahaan sebagai informasi yang positif atau negatif. Jika investor menganggap peristiwa restrukturisasi utang perusahaan sebagai informasi yang positif, maka harga saham perusahaan akan naik, disini akan dihasilkan *return* dan *abnormal return* yang positif disekitar tanggal peristiwa tersebut. Namun jika investor menganggap peristiwa restrukturisasi utang perusahaan sebagai informasi yang negatif, maka harga saham perusahaan akan turun, sehingga akan dihasilkan return dan abnormal return yang negatif disekitar tanggal peristiwa tersebut.

Populasi penelitian adalah perusahaan go publik yang listing di Bursa Efek Jakarta yang melakukan restrukturisasi utangnya pada tahun 2003. Data jumlah perusahaan go public yang melakukan restrukturisasi pada tahun 2003 adalah berdasarkan Laporan Tahunan ( Annual Report) Bapepam tahun 2003. Jumlah

perusahaan yang melakukan restrukturisasi adalah sebanyak 31 perusahaan. Dari jumlah tersebut yang efektif menjadi objek penelitian berjumlah 18 perusahaan (jenis utang).

Analisis pengambilan sample adalah sebagai berikut :

Keterangan	Jumlah perusahaan
Jumlah perusahaan di restrukturisasi dalam tahun 2003	31
Dikurangi :	
* Masih dalam proses restrukturisasi	10
* Perusahaan listing di Bursa Efek Surabaya (BES)	3
Jumlah yang dikurangi dari penelitian	13
Jumlah perusahaan di restrukturisasi yang listing di Bursa Efek Jakarta (Sampel penelitian)	18

Metode pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah menggunakan data sekunder. Jenis data yang dikumpulkan adalah meliputi data harga saham harian, indeks harian harga saham gabungan (IHSG) dan tanggal restrukturisasi utang. Data-data diperoleh dari Pusat Referensi Pasar Modal (PRPM) / Capital Market Reference Center (CMRC) di Bursa Efek Jakarta. Data Harga saham dan IHSG dan sebagian besar Laporan Keuangan diambil dari CMeDS (Capital Market electronic Document Services) yang berada di PRPM tersebut, bentuk publikasi lainnya seperti Internet dan media cetak lainnya.

Pengolahan data dilakukan dengan menggunakan perangkat lunak Microsoft office 2000 dan perangkat lunak statistik SPSS versi 12. Data Yang diolah berupa data sekunder berupa :

- Harga saham harian dari perusahaan yang dijadikan objek penelitian meliputi data harga saham harian untuk 15 hari pada estimated period, data harga saham harian untuk 15 hari sebelum tanggal restrukturisasi, data harga saham harian untuk 1 hari pada tanggal restrukturisasi (event date), dan data harga saham harian untuk 15 hari sesudah tanggal restrukturisasi.
- Indeks harian harga saham gabungan (IHSG) dari perusahaan yang dijadikan objek penelitian meliputi data Indeks harian harga saham gabungan (IHSG) untuk 15 hari pada estimated period, Indeks harian harga saham gabungan

(IHSG) untuk 15 hari sebelum tanggal restrukturisasi, Indeks harian harga saham gabungan (IHSG) untuk 1 hari pada tanggal restrukturisasi (event date), dan Indeks harian harga saham gabungan (IHSG) untuk 15 hari sesudah tanggal restrukturisasi.

- Tanggal restrukturisasi, tanggal restrukturisasi adalah ditetapkan sebagai tanggal kejadian/peristiwa (event) dalam penelitian ini dan merupakan tanggal persetujuan dilakukannya restrukturisasi atas utang masing-masing perusahaan yang menjadi objek penelitian. Tanggal ini diperoleh dengan meneliti laporan keuangan (tahunan) tahun 2003 dari masing –masing perusahaan sample.

### Metode Analisis Data

Data yang telah terkumpul kemudian diolah dengan tahapan pengolahan sebagai berikut :

- Menghitung *actual return* saham harian, actual return merupakan keuntungan yang dapat diterima atas investasi suatu saham pada periode tertentu. Formulasi adalah sebagai berikut :

$$R_{it} = \left( P_{it} - P_{it-1} \right) / P_{it-1}$$

dimana :

$R_{it}$  = return saham i pada hari ke t

$P_{it}$  = harga saham i pada hari ke t

$P_{it-1}$  = harga saham i pada hari ke t-1

Menghitung *market return* saham harian, *market return* merupakan keuntungan atas perubahan tingkat indeks harga saham gabungan (IHSG) pada periode tertentu. Formulasi adalah sebagai berikut :

$$R_{mt} = (IHSG_t - IHSG_{t-1}) / IHSG_{t-1}$$

dimana :

- R<sub>mt</sub> = market return saham pada hari ke t
- IHSG<sub>t</sub> = indeks harga saham gabungan (IHSG) pada hari ke t
- IHSG<sub>t-1</sub> = indeks harga saham gabungan (IHSG) pada hari ke t-1

b. Menentukan *alpha dan beta*. Pada market model, dalam memproyeksikan tingkat keuntungan yang diharapkan (*expected return*) maka diperlukan perhitungan *alpha* dan *beta* yang merupakan koefisien yang digunakan untuk proyeksi dalam memperhitungkan *expected return*. Besarnya *alpha* dan *beta* dihitung dengan menggunakan *Ordinary Least Square (OLS)*, dengan *return saham* sebagai *variable dependent* dan *market return* sebagai *variable independent*. Nilai *alpha* dan *beta* saham dihitung pada periode estimasi (*estimated period*). Persamaan adalah sebagai berikut :

$$R_{ij} = \alpha_i + \beta_i R_{mj} + \epsilon_{it}$$

dimana :

- R<sub>ij</sub> = return realisasi saham i pada periode estimasi ke - j
- $\alpha_i$  = *intercept* untuk saham i
- $\beta_i$  = return indeks pasar pada periode estimasi ke - j
- R<sub>mj</sub> = return indeks pasar pada periode estimasi ke - j
- $\epsilon_{it}$  = kesalahan residu saham I pada periode estimasi ke - j, umumnya diasumsikan sama dengan nol.

c. Menghitung *expected return*. *Expected return* merupakan tingkat keuntungan yang diharapkan atas suatu investasi. Persamaan *expected return*

mempergunakan *market model* adalah sebagai berikut :

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt}$$

dimana :

- E (R<sub>it</sub>) = return ekspektasi saham i pada periode jendela ke - t
- $\alpha_i$  = *intercept* untuk saham i
- $\beta_i$  = koefisien *slope* yang merupakan *beta* dari saham i
- R<sub>mt</sub> = return indeks pasar pada periode estimasi ke - t

d. Menghitung *abnormal return*. *Abnormal return* merupakan selisih antara *actual return* dan *expected return*. Persamaan untuk menghitung *abnormal return* adalah sebagai berikut :

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

dimana :

- AR<sub>it</sub> = *abnormal* saham i pada periode ke - t
- R<sub>it</sub> = *actual return* saham i pada periode ke - t
- E (R<sub>it</sub>) = return ekspektasi saham i pada periode jendela ke - t

e. Menghitung *average abnormal return (AAR)* adalah jumlah seluruh *abnormal return* pada tanggal tertentu dibagi dengan jumlah *sample* saham yang diteliti. Persamaan untuk menghitung *average abnormal return (AAR)* adalah sebagai berikut :

$$AAR_{it} = \sum AR_{it} / n$$

dimana :

- AAR<sub>it</sub> = *Average abnormal return* saham i pada periode ke - t
- $\alpha_i$  =  $AR_{it}$  = *abnormal return* saham i pada periode ke - t
- n = jumlah sampel

- f. Menghitung *Cummulative average abnormal return (CAAR)*. Persamaan untuk menghitung CAAR adalah sebagai berikut :

$$CAAR_{it} = \sum AAR_{i,n}$$

dimana :

**CAAR<sub>it</sub>** = Akumulasi rata-rata abnormal return saham ke-i pada hari ke - t yang diakumulasikan selama periode pengamatan

**AAR<sub>i,n</sub>** = Average abnormal return untuk saham ke-i pada hari ke-n

- g. Melakukan *pengujian hipotesis*. Setelah mengetahui pola pergerakan abnormal return disepertar tanggal restrukturisasi, untuk melihat apakah pergerakan itu berpengaruh atau tidak secara statistik, maka akan dilakukan pengujian. Pengujian yang digunakan adalah *pengujian t - test*. Untuk menguji signifikansi dari rata-rata abnormal return masing-masing hari pada event window menggunakan *one-sample t-test*, dengan mempergunakan derajat keyakinan sebesar 5%. Alat statistik yang digunakan untuk pengujian ini dan pengujian-pengujian selanjutnya adalah dengan menggunakan perangkat lunak SPSS v12 for windows. Hasil yang diperoleh (*t-hitung*) akan dibanding dengan *t-tabel*.

## Hasil penelitian dan pembahasan

Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh informasi keputusan/ketetapan restrukturisasi utang terhadap harga saham, yang digambarkan dengan masih terdapat *abnormal return* disekitar tanggal restrukturisasi, khususnya 15 hari sebelum dan sesudah tanggal restrukturisasi. Hasil penelitian ini yang diharapkan adalah bahwa keputusan restrukturisasi memberikan informasi yang positif bagi investor sehingga investor bereaksi untuk melakukan pembelian atau penjualan untuk mengoptimalkan keuntungan saham yang diperoleh. Sebaliknya jika memberikan sinyal negatif maka mengindikasikan bahwa perusahaan-perusahaan go publik tersebut dalam kondisi yang kurang sehat, sehingga

direspon oleh investor yang tercermin dengan turunnya harga saham perusahaan yang bersangkutan.

## Hasil Pengolahan Data

Berdasarkan data harga saham harian dan data indeks harga saham gabungan (IHSG) untuk 15 hari periode estimasi (estimated period) dan 31 hari untuk periode jendela peristiwa (event window) untuk masing-masing perusahaan sample, data tersebut kemudian diolah untuk mencari *return* masing-masing dari harga saham harian (**R<sub>it</sub>**) dan IHSG (**R<sub>mt</sub>**) tersebut. Pengolahan data dilakukan dengan menggunakan perangkat lunak Microsoft office 2000 - excel.

Dengan menggunakan perangkat lunak SPSS v.12, return harga saham (**R<sub>it</sub>**) dan return IHSG (**R<sub>mt</sub>**) pada *periode estimasi* tersebut di-regresikan dengan metode regresi *OLS (ordinary least squared)* untuk mencari nilai alpha (**α**) dan beta (**β**) yang akan digunakan untuk menghitung nilai *expected return - E (R<sub>it</sub>)* pada event window. Ringkasan hasil perhitungan α dan β tersebut terlihat pada dalam Tabel 2.

Tabel - 2

Hasil regresi return harga saham (**R<sub>it</sub>**) terhadap return IHSG (**R<sub>mt</sub>**)

No.	Nama Perusahaan	Kode Saham	α	β
1	Duta Anggada Realty	DART	0.047	1.955
2	Jakarta International hotels & Dev - obligasi	JIHD	-0.02	5.72
3	Pakuwon Jati	PWON	0.184	7.307
4	Bima Danatama (BBL Dharmala)	BBLD	-0.004	5.049
5	Global Financindo	MTFN	0.055	-0.584
6	Citra Marga Nusapala Persada	CMNP	-0.004	0.965
7	Barito Pacific Timber - obligasi	BRPT	-0.05	7.733
8	Pelangi Indah Canindo	PICO	0.207	10.225
9	Prasida Aneka Niaga	PSDN	-0.022	11.365
10	Sierad Produce	SIPD	-0.04	-9.019
11	Astra International	ASII	0.006	1.894
12	Bhuwantala Indah Permai	BIPP	-0.027	9.671
13	Surya Dumai Industri	SUDI	0.121	8.514
14	Barito Pacific Timber	BRPT	-0.018	-3.955
15	Indonesia Prima Property	MORE	0.031	9.168
16	Mulialand	MLND	*) 0	0
17	Jakarta International hotels & Dev	JIHD	-0.009	0.706
18	Siwani Trimitra	MITI	0.018	32.467

\*) Untuk Mulialand nilai alpha (α) dan beta (β) sama dengan nol diakibatkan nilai return atas saham harian tidak ada mutasi atau tidak ada menghasilkan return (return periode estimasi adalah nol) sehingga tidak dapat diregresikan.

Dengan diperolehnya nilai alpha (**α**) dan beta (**β**) dari hasil regresi tersebut diatas, maka

berdasarkan nilai market return (IHSG) pada event window selanjutnya dapat dihitung nilai expected return - E (Rit ) sebagai dasar menghitung abnormal return (AR), average abnormal return (AAR) dan cummulative average abnormal return (CAAR). Adapun Abnormal return (AR), Average Abnormal Return (AAR) dan Cummulative Average Abnormal Return (CAAR) yang diperoleh selama event window terlihat pada **Tabel 3**.

**Tabel - 3**  
Perolehan abnormal return (AR), Average abnormal return (AAR) dan Cummulative abnormal return (CAAR)

Hari	AR	AAR	CAAR
-15	(1.1351)	(0.0631)	(0.0631)
-14	(0.3760)	(0.0209)	(0.0839)
-13	(0.3599)	(0.0200)	(0.1039)
-12	0.1930	0.0107	(0.0932)
-11	(0.2446)	(0.0136)	(0.1068)
-10	0.4221	0.0235	(0.0834)
-9	(0.1937)	(0.0108)	(0.0941)
-8	(0.1047)	(0.0058)	(0.0999)
-7	(1.4433)	(0.0802)	(0.1801)
-6	(0.6118)	(0.0340)	(0.2141)
-5	0.0980	0.0054	(0.2087)
-4	(1.6368)	(0.0909)	(0.2996)
-3	(0.1398)	(0.0078)	(0.3074)
-2	0.5588	0.0310	(0.2763)
-1	(0.9645)	(0.0536)	(0.3299)
0	(0.0250)	(0.0014)	(0.3313)
1	1.3139	0.0730	(0.2583)
2	(1.9270)	(0.1071)	(0.3653)
3	(1.4113)	(0.0784)	(0.4438)
4	(0.0895)	(0.0050)	(0.4487)
5	0.1712	0.0095	(0.4392)
6	(1.3557)	(0.0753)	(0.5145)
7	0.1739	0.0097	(0.5049)
8	(0.4516)	(0.0251)	(0.5300)
9	(0.3093)	(0.0172)	(0.5471)
10	(0.9117)	(0.0506)	(0.5978)
11	(0.6018)	(0.0334)	(0.6312)
12	(0.3968)	(0.0220)	(0.6533)
13	(0.4975)	(0.0276)	(0.6809)
14	(0.3637)	(0.0202)	(0.7011)
15	(0.2825)	(0.0157)	(0.7168)

### Analisis Hasil Penelitian Average Abnormal Return

Untuk mengetahui pengaruh informasi pengumuman/berita restrukturisasi terhadap harga saham dilakukan dengan pengamatan terhadap abnormal return saham. Pada Tabel 4 dapat dilihat bahwa dalam rentang waktu 31 hari yang diamati ( mulai hari t -15 hingga t +15) terdapat 7 hari yang menunjukkan perolehan Average Abnormal Return / rata-rata abnormal return (AAR) positif terdiri dari 4 hari sebelum event date dan dan 3 hari sesudah event date, artinya para investor mampu meraih return diatas normal, dan 24 hari yang menunjukkan Average Abnormal Return / rata-

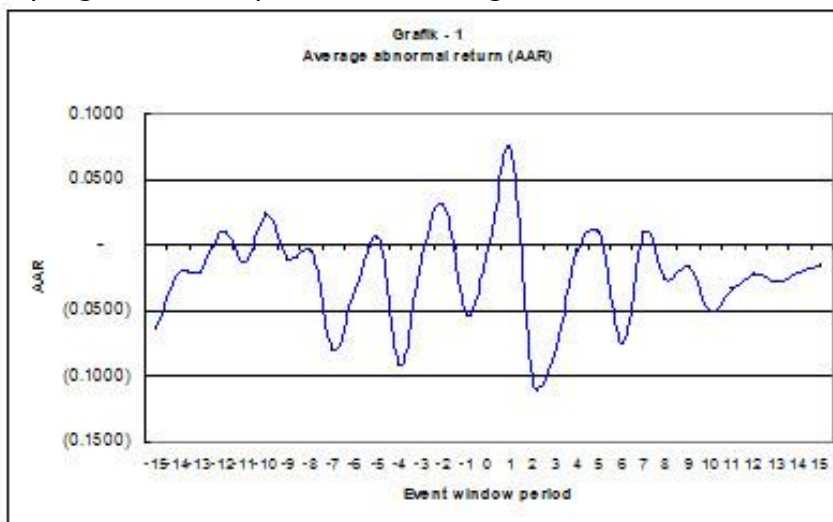
rata abnormal return (AAR) negatif, terdiri dari 11 hari pada event sebelum restrukturisasi, 1 hari pada saat event date dan 12 hari setelah event date, hal ini menunjukkan bahwa pasar merespon berita/pengumuman restrukturisasi sebagai berita yang kurang baik (*Bad news*). Jadi dari 31 hari dari event window yang diteliti pengaruh restrukturisasi tetap berpengaruh dengan adanya perolehan average abnormal return. Perolehan Average Abnormal Return / rata-rata abnormal return (AAR) 77% menghasilkan abnormal return negatif, sedang 23% adalah Average Abnormal Return / rata-rata abnormal return (AAR) positif. Analisis perolehan average abnormal return sebelum,

pada saat dan sesudah event date lihat pada Tabel 5

Pada Grafik - 1 *Average Abnormal Return (AAR)* terlihat bahwa fluktuasi pergerakan average abnormal return dalam rentang waktu 31 hari pengamatan, fluktuasi cukup signifikan terjadi antara hari ke  $t - 7$  (7 hari sebelum event date) sampai dengan hari ke  $t + 7$  (7 hari setelah event date).

Terlihat bahwa dalam periode tersebut, rata-rata penguatan dan pelemahan *Average*

*Abnormal Return* mengalami pola yang sama berturut-turut yaitu 2 hari mengalami penguatan dan 1 hari penurunan yang signifikan. Lihat pada hari ke  $t - 7$  awal titik terendah, kemudian pada hari ke  $t - 6, -5$  mengalami penguatan (2 hari), pada hari ke  $t - 4$  (1 hari) mengalami penurunan lagi secara signifikan, demikian selanjutnya sampai dengan hari ke  $t + 7$ .



Pada grafik terlihat bahwa dari hari ke  $t - 7$  sampai dengan  $t + 1$ , perolehan abnormal positif cenderung naik terus, demikian juga untuk perolehan average abnormal return negatif yang cenderung mengecil. Tetapi sejak hari ke  $t + 2$  average abnormal return negatif diperoleh cukup signifikan dan sejak ini tidak diperoleh average abnormal return positif yang lebih besar dari hari ke  $t + 1$  bahkan cenderung menurun.

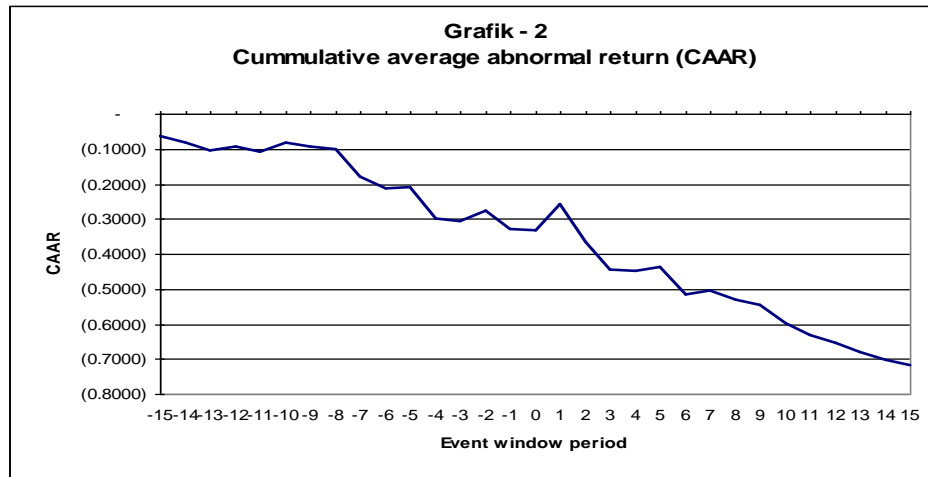
Kejadian tersebut diatas menunjukkan bahwa pasar telah mengetahui informasi tentang restrukturisasi utang perusahaan sebelum tanggal pengumuman namun belum ada kepastian pada bagian mana atau model apa restrukturisasi utang perusahaan dilakukan, pada event date pasar merespon pengumuman restrukturisasi utang dengan baik atau pasar belum menerima informasi restrukturisasi secara jelas. Pasar baru merespon dengan baik pada hari ke  $t + 1$ , 1 hari setelah tanggal kejadian, berarti bahwa pasar baru menerima informasi secara utuh dan direspon positif karena ada harapan kondisi perusahaan akan membaik, mungkin setelah dipelajari lebih dalam informasi restrukturisasi utang tersebut

pasar menganggap bahwa restrukturisasi utang tersebut belum memberikan harapan yang menguntungkan investor, sehingga average abnormal return turun secara signifikan pada hari ke  $t + 2$ . Demikian untuk hari-hari selanjutnya pasar merespon tidak lebih baik dari hari ke  $t + 1$ .

### **Cummulative Average Abnormal Return**

Pada bagian sebelumnya telah dianalisis tentang *Average Abnormal Return (AAR)*, pada bagian berikut akan menganalisa *Cummulative Average Abnormal Return (CAAR)*. *Cummulative Average Abnormal Return (CAAR)* merupakan penjumlahan *Average Abnormal Return (AAR)* selama periode event window. Hasil perhitungan *Cummulative Average Abnormal Return (CAAR)* dapat dilihat pada **Tabel - 3**. CAAR pada hari ke  $t - 14$  (- 0.0839) diperoleh dengan menjumlahkan AAR pada hari ke  $t - 15$  (- 0.0631) dengan  $t - 14$  (- 0.0209). Sedang CAAR pada hari ke  $t - 13$  (- 0.1039) merupakan penjumlahan antara hasil CAAR pada hari ke  $t - 14$  (- 0.0839) ditambah AAR pada hari ke  $t - 13$  (- 0.0200). Demikian perhitungan CAAR dilakukan sampai dengan hari ke  $t + 15$

(0.7168). CAAR menunjukkan total reaksi average abnormal return, terhadap harga pasar, yang ditunjukkan dengan cumulative saham selama event window.



**Tabel 4**  
Average abnormal return (AAR) disekitar tanggal restrukturisasi

Dari Grafik – 2 *Cummulative Average Abnormal Return (CAAR)*, terlihat bahwa secara akumulatif selama periode event window, pasar bereaksi negatif terhadap informasi restrukturisasi utang yang dilakukan oleh perusahaan go publik tersebut. Sesuai dengan analisa sebelumnya pasar bereaksi positif secara signifikan hanya pada hari ke t + 1, setelah itu pasar lebih banyak bereaksi negatif sehingga secara akumulatif *Average Abnormal Return* negatif semakin besar.

Jadi kesimpulan bahwa dari analisa tersebut diatas restrukturisasi utang perusahaan go publik berpengaruh terhadap harga saham namun respon pasar lebih besar bersifat negatif yang mengartikan bahwa informasi restruktuirsasi utang tersebut tidak memberikan harapan yang menguntungkan bagi para investor.

### Pengujian hipotesis

Untuk menguji pengaruh signifikansi dari rata-rata abnormal return (AAR) masing-masing hari pada event window digunakan one-sample T test, dengan mempergunakan derajat keyakinan sebesar 5%. Alat statistik yang digunakan untuk pengujian ini dan pengujian-pengujian selanjutnya adalah dengan menggunakan perangkat lunak SPSS v12 for windows. *Average Abnormal Return (AAR)* untuk masing-masing event window maupun pengujian statistiknya secara ringkas dapat dilihat pada **Tabel 4**.

Hari	AAR	Nilai t hitung	Hasil analisis *t = 2,1199
-15	(0.0631)	(0.442)	Tidak signifikan
-14	(0.0209)	(0.663)	Tidak signifikan
-13	(0.0200)	(0.673)	Tidak signifikan
-12	0.0107	0.171	Tidak signifikan
-11	(0.0136)	(0.463)	Tidak signifikan
-10	0.0235	0.389	Tidak signifikan
-9	(0.0108)	(0.386)	Tidak signifikan
-8	(0.0058)	(0.214)	Tidak signifikan
-7	(0.0802)	(2.256)	Signifikan pada $\alpha = 0.05$ **
-6	(0.0340)	(1.007)	Tidak signifikan
-5	0.0054	0.215	Tidak signifikan
-4	(0.0909)	(1.547)	Tidak signifikan
-3	(0.0078)	(0.452)	Tidak signifikan
-2	0.0310	0.523	Tidak signifikan
-1	(0.0536)	(1.950)	Signifikan pada $\alpha = 0.10$ *
0	(0.0014)	(0.042)	Tidak signifikan
1	0.0730	3.079	Signifikan pada $\alpha = 0.01$ ***
2	(0.1071)	(4.009)	Signifikan pada $\alpha = 0.01$ ***
3	(0.0784)	(2.568)	Signifikan pada $\alpha = 0.01$ ***
4	(0.0050)	(0.128)	Tidak signifikan
5	0.0095	0.162	Tidak signifikan
6	(0.0753)	(3.935)	Signifikan pada $\alpha = 0.01$ ***
7	0.0097	0.194	Tidak signifikan
8	(0.0251)	(0.646)	Tidak signifikan
9	(0.0172)	(0.626)	Tidak signifikan
10	(0.0506)	(1.516)	Tidak signifikan
11	(0.0334)	(0.985)	Tidak signifikan
12	(0.0220)	(0.779)	Tidak signifikan
13	(0.0276)	(0.825)	Tidak signifikan
14	(0.0202)	(0.906)	Tidak signifikan
15	(0.0157)	(0.550)	Tidak signifikan

Dari hasil pengujian signifikansi terlihat bahwa *average abnormal return (AAR)* tidak sama dengan nol pada saat event date, artinya bahwa hipotesis yang diajukan dapat diterima. Untuk selanjutnya akan diuji statistik terhadap pengaruh signifikansi abnormal return, hasil pengujian dapat dilihat pada table 5.

Ketentuan penentuan sigifikan atau tidak signifikannya hasil hitung t-test dibanding dengan t-tabel dari penelitian ini adalah tergambar dibawah ini.

df	10% = 0.10 *	5% = 0.05 **	1% = 0.01 ***
16	1.740	2.120	2.291
Jika t hitung < t tabel	Tidak signifikan	Tidak signifikan	Tidak signifikan
Jika t hitung > t tabel	Signifikan	Signifikan	Signifikan

**Tabel 5**  
Perolehan average abnormal return (AAR) sebelum, pada saat dan sesudah event date

Average Abnormal return	Sebelum restrukturisasi	Pada saat restrukturisasi	Sesudah restrukturisasi	Jumlah	%
Positip	4		3	7	23
Negatip	11	1	12	24	77
Jumlah	15	1	15	31	100

**Tabel 6**  
Pengaruh signifikansi abnormal return restrukturisasi

	Sebelum restrukturisasi	Pada saat restrukturisasi	Sesudah restrukturisasi	Jumlah	%
<b>Pengaruh signifikan :</b>					
Positip	-	-	1	1	3
Negatip	2	-	3	5	16
<b>Pengaruh signifikan</b>	2	-	4	6	19
<b>Pengaruh tidak signifikan</b>					
Positip	3	-	2	5	16
Negatip	10	1	9	20	65
<b>Pengaruh tidak signifikan</b>	13	1	11	25	81
<b>Jumlah</b>	15	1	15	31	100

Berdasarkan Tabel 5, terlihat bahwa perolehan *average abnormal return* yang berpengaruh secara signifikan hanya sebesar 19% dan 81% tidak berpengaruh secara signifikan. Yang berpengaruh secara signifikan positip diperoleh pada hari ke- t +1 (1 hari) sebesar 7.3%, sedang berpengaruh signifikan negatip diperoleh pada hari ke t - 7, -1, +2, +3 dan +6

Tetapi pada hari ke t +2, investor merespon negatip secara signifikan, hal ini mengindikasikan bahwa setelah menganalisa lebih dalam atas informasi restrukturisasi utang tersebut investor beranggapan bahwa restrukturisasi utang belum memberikan ekspektasi yang menguntungkan investor. Hasil analisa melihat pengaruh signifikan dan tidak



signifikannya perolehan *average abnormal return* dapat dilihat pada **Tabel 6**

Jadi berdasarkan hasil analisa tersebut diatas bahwa dari 31 hari event window perolehan *average abnormal return positif* secara signifikan hanya diperoleh satu hari yaitu pada hari ke-  $t + 1$  sebesar 7.30%. Pengaruh signifikan positif pada hari ke  $t + 1$  menandakan bahwa investor merespon berita atau informasi restrukturisasi tersebut pada satu hari setelah keputusan atau satu hari berita informasi restrukturisasi utang perusahaan tersebut diterima.

## Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh dari suatu keputusan restrukturisasi utang terhadap harga saham akibat adanya informasi atau berita restrukturisasi utang. Dari hasil penelitian ini diharapkan dapat diketahui apakah pengumuman atau berita restrukturisasi utang perusahaan memberikan pengaruh positif, negatif atau tidak berpengaruh pada harga saham seperti yang dicerminkan pada *abnormal return* yang dihasilkan.

Berdasarkan hasil analisis yang telah dilakukan pada Bab IV ada beberapa kesimpulan yang dapat dibuat dari hasil penelitian ini, antara lain :

1. Informasi restrukturisasi utang perusahaan go public berpengaruh terhadap return saham, hal ini ditandai dengan adanya *abnormal return* di sekitar tanggal pengumuman/berita restukturisasi.
2. *Average abnormal return (AAR) positif* yang cukup signifikan dihasilkan pada hari ke  $t + 1$ . , tetapi pada hari ke  $t + 2$  diperoleh *Average abnormal return (AAR) negatif* yang juga signifikan, disamping itu secara kumulatif *Average abnormal return (AAR)* yang dihasilkan adalah negatif.
3. Fluktuasi penguatan dan pelemahan *Average Abnormal Return (AAR)* yang signifikan terjadi pada rentang waktu antara hari ke  $t-7$  sampai dengan hari  $t+7$ .
4. Pola penguatan dan pelemahan *Average Abnormal Return* mengalami pola yang sama dalam rentang waktu antara hari ke  $t -7$  sampai dengan hari  $t +7$  yaitu 2 hari mengalami penguatan yang cenderung menaik dan kemudian 1 hari berikutnya

mengalami pelemahan lagi yang cukup signifikan.

Dari hasil diatas, terlihat bahwa pada rentang waktu hari ke  $t -7$  sampai dengan hari ke  $t +7$  pasar cukup responsif terhadap informasi restrukturisasi utang yang dilakukan perusahaan go publik. Perolehan abnormal return positif yang cukup signifikan pada hari ke  $t +1$ , berarti bahwa pasar baru bereaksi pada satu hari setelah berita restrukturisasi diumumkan. Diperolehnya signifikan negatif pada hari ke  $t +2$  menandakan bahwa informasi restrukturisasi utang yang diterima investor tidak sesuai dengan harapan (ekspektasi) investor. Hal ini tercermin pada hari ke  $t -7$  sampai dengan hari ke  $t +1$  perolehan abnormal return positif makin menaik, demikian juga abnormal return negatif makin mengecil. Setelah ekspektasi pasar direspon negatif pada hari ke  $t -2$  , maka hari-hari berikutnya tidak pernah diperoleh abnormal return positif yang cukup signifikan atau lebih baik dari hari ke  $t +1$  tersebut, ini mengindikasikan bahwa informasi restrukturisasi utang setelah hari ke  $t +1$ , oleh investor tidak memberikan harapan atau menjadi berita yang bagus.

## Daftar Pustaka

- Aksu, Mine H, Aksu, Celal (2000), *Economic Benefits, Informativeness and Value-Relevance of Trouble Debt Restructurings : Some Evidence and Policy Implications*, Koc University, Istanbul, Turkey
- Brunner, Antje, Krahen, Jan Peter (2001), *Multiple Lenders and Corporate Distress: Evidence on Debt Restructuring*, CFS Working Paper no. 2001/04, Center for Financial Studies, Frankfurt.
- Crotty, James R, Goldstein Don (1992), *Do U.S. Financial Allocate Credit Efficiently (The case Corporate Restructuring in the 1980s)*, Paper Prepared for the Economic Policy Institute's Working Group on Monetary and Financial Restructuring.
- Dahiya, Sandeep , Sounders, Anthony, Srinivasan, Anand (2002) , *Financial*

*Distress and Bank Lending Relationships.*

The Institution Investor Series In Finance, Ballinger Publishing Company.

- Gerstenberg, Charles W (1959), *Financial Organization and Management of Business*, Prentice-Hall, Inc
- Husnan, Suad (1998), *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, Edisi Kedua, Yogyakarta: UPP-AMP YKPN.
- Isagama, Nobuyaki, Yamashita Tadayasy (2003), *Debt Forgiveness and Stock Price Reaction of Lending Bank ( Theory and Evidence from Japan)*.
- Jogiyanto (2003), *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, edisi 3, cetakan 1, Yogyakarta: BPFE.
- Klingebiel, Daniela, Krozner, Randy, Laeven, Luc, Oijen, Pieter van (2000), *Stock Market Responses to Bank Restructuring Policies during the East Asian Crisis*.
- Maug, Ernst, *Corporate Finance I – Event Studies*, University of Mannheim
- M. Fakhruddin dan M. Sopian Hadiano (2001), *Perangkat Dan Model Analisis Investasi Di Pasar Modal*, Buku 1, Elex Media Komputindo.
- Purwanto, Suharyadi SK (2004), *Statistika untuk Ekonomi & Keuangan Modern*, Jakarta: Salemba Empat.
- Rahayu, Sri (2004), *Belajar Mudah SPSS versi 11.05*, CV. Alfabeta, Bandung
- Sharpe, William F, Alexander, Gordon, J, dan Bailey, Jeffery, V (1999), *Investasi (edisi terjemahan) edisi 5*, jilid 2, PT. Prenhallindo, Jakarta.
- Subana, M Drs. MPd dan Sudrajat S Pd, (2005), *Dasar-dasar penelitian ilmiah*, CV. Pustaka Setia, Bandung
- Stern, Joel. M, Stewart , G Bennet, Chew, Donald H (1989), *Corporate restructuring & Executive Compensation*,
- Budiarto, Arif, Murtanto (2002) , *Event Study : Telaah Metodologi dan Penerapannya di Bidang Ekonomi dan Keuangan*, Jurnal Bisnis dan Akuntansi, Vol. 4 No. 3, halaman 295 - 319, Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Trisakti.
- Lako, Andreas (2003), *Anomali Reaksi Investor terhadap Pengumuman Laba Good News dan Laba Bad News (Bukti Empiris dari Bursa Efek Jakarta)*, Majalah Usahawan No. 2 Th XXXII Februari 2003, halaman 3 – 12.
- Prasetio, Januar Eko dan Ari, Nurdi, Erna (2003), *Kandungan Informasi Pengumuman Omission Dividend Terhadap Harga Saham*, Jurnal Ekonomi "Wahana" halaman 139 – 146
- Norton, Edgar, Pettengill, Glen G (1998), *Event Risk Covenant Rating Announcements and Stock Returns*, Journal of Financial and Strategic Decisions, Volume 11 Number 2.
- Arifin, Bustanul (1999), *Restrukturisasi Perbankan : Catatan reflektif*, Bisnis & Ekonomi Politik, Vol 3 (1) halaman 1 – 6.
- Djajanto, Pandu, *Restrukturisasi Kredit Oleh BPPN*, Majalah Hukum Nasional, Badan Pembinaan Hukum Nasional.
- Harris, Freddy, *Peranan Satuan Tugas Perkreditan Dalam Restrukturisasi Kredit*, Majalah Hukum Nasional, Badan Pembinaan Hukum Nasional.
- Hariyanto, Sri, Drs, MM , *Restrukturisasi Kredit Perbankan*, Majalah Hukum Nasional, Badan Pembinaan Hukum Nasional halaman 34 – 52.
- Joyosumarto, Subarjo (1999), *Restrukturisasi Perbankan Dalam Kerangka Pemulihan Ekonomi*, Bisnis & Ekonomi Politik, Vol 3 (1) halaman 7 – 18.

Sukarman, Widigdo (1999), *Restrukturisasi : Upaya Penyehatan Perbankan dan Sektor Riil*, Bisnis & Ekonomi Politik, Vol 3 (1) halaman 19 – 34.

Soekarno, Nono, SE, MM, *Peranan Satuan Tugas Perkreditan Dalam Restrukturisasi Kredit*, Majalah Hukum Nasional, Badan Pembinaan Hukum Nasional halaman 25 – 35.

Wiraatmadja, Rasjim, *Restrukturisasi Kredit Perbankan*, Majalah Hukum Nasional, Badan Pembinaan Hukum Nasional halaman 30 – 33.

Yanti (1998), *Restrukturisasi Usaha Dalam Era Krisis Ekonomi*, Jurnal Ekonomi/ FE Untar/ Th.III/02/1998 halaman 26 – 32.

Bapepam (2003), *Annual Report tahun 2003*, Badan Pengawas Pasar Modal.

[www. bapepam. go.id](http://www.bapepam.go.id)

[www. jsx. Co.id](http://www.jsx.Co.id)