

1. Pendahuluan

Industri penerbangan merupakan salah satu sektor strategis yang berkontribusi signifikan terhadap perekonomian nasional, khususnya dalam mendukung pariwisata, perdagangan, dan mobilitas masyarakat. PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk., sebagai maskapai nasional, memiliki peran penting dalam mendukung berbagai aspek tersebut. Namun, dalam beberapa tahun terakhir, PT Garuda Indonesia menghadapi tekanan finansial yang signifikan. Pandemi COVID-19 telah memperburuk kondisi keuangan Garuda Indonesia yang sebelumnya sudah terbebani oleh utang besar dan biaya operasional tinggi.

Untuk mengatasi krisis tersebut, perusahaan mengambil langkah strategis melalui penerbitan *right issue* dan program restrukturisasi utang. *Right issue* merupakan salah satu mekanisme untuk menghimpun dana segar dari para pemegang saham guna memperbaiki struktur permodalan perusahaan. Sementara itu, restrukturisasi utang bertujuan untuk menyesuaikan kewajiban keuangan perusahaan dengan kemampuan finansialnya, sehingga dapat menciptakan stabilitas keuangan dalam jangka panjang. Meski langkah-langkah tersebut sudah dijalankan, efektivitas langkah-langkah tersebut terhadap kinerja keuangan perusahaan masih belum diketahui secara menyeluruh, sehingga memunculkan pertanyaan penting terkait dampaknya pada pemulihan kondisi perusahaan.

Penelitian sebelumnya telah banyak membahas dampak *right issue* dan restrukturisasi utang terhadap kinerja keuangan perusahaan. Studi oleh Puteri et al. (2013) dan As'ari (2015) menunjukkan bahwa restrukturisasi utang tidak memiliki dampak signifikan terhadap likuiditas perusahaan, sementara Gupta (2017) menemukan adanya perbedaan signifikan dalam likuiditas setelah restrukturisasi utang. Sedangkan penelitian Kaur & Srivastava (2017) menyimpulkan bahwa pada perusahaan yang melakukan restrukturisasi utang justru mengalami penurunan profitabilitas signifikan pada periode setelah restrukturisasi utang. Namun, sebagian besar penelitian ini dilakukan dalam konteks industri yang berbeda atau pada perusahaan yang tidak menghadapi krisis besar secara bersamaan. Hal ini menunjukkan bahwa masih terdapat celah penelitian terkait dampak simultan dari *right issue* dan restrukturisasi utang terhadap kinerja keuangan, terutama dalam industri penerbangan.

Meskipun demikian, penelitian-penelitian tersebut memiliki beberapa keterbatasan. Sebagian besar studi hanya menganalisis dampak salah satu strategi secara terpisah, tanpa mempertimbangkan efek kombinasi antara *right issue* dan restrukturisasi utang terhadap kinerja keuangan perusahaan. Selain itu, banyak penelitian yang menggunakan sampel dari berbagai industri, sehingga kurang spesifik dalam konteks industri penerbangan yang memiliki karakteristik berbeda.

Oleh karena itu, penelitian ini penting dilakukan untuk menambah wawasan mengenai efektivitas kombinasi strategi *right issue* dan restrukturisasi utang dalam industri penerbangan. Dengan demikian, pertanyaan penelitian yang diajukan adalah (i) apakah *right issue* berpengaruh pada kinerja keuangan Garuda Indonesia, (ii) apakah restrukturisasi utang berpengaruh pada kinerja keuangan Garuda Indonesia, (iii) apakah terdapat perbedaan signifikan dalam kinerja keuangan setelah pelaksanaan *right issue* dan restrukturisasi utang.

2. Kajian Pustaka

2.1. Grand Theory

Penelitian ini berlandaskan pada teori yang relevan untuk menganalisis dampak *right issue* dan restrukturisasi utang terhadap kinerja keuangan PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk. Teori ini memberikan kerangka konseptual untuk memahami dinamika keputusan strategis perusahaan dalam mengatasi tekanan keuangan, serta implikasinya terhadap stabilitas dan keberlanjutan operasional perusahaan.

Teori Struktur Modal (Capital Structure Theory)

Teori struktur modal menjelaskan bagaimana perusahaan membiayai operasionalnya melalui kombinasi antara utang dan ekuitas. Keputusan struktur modal berpengaruh pada risiko, biaya modal, serta nilai perusahaan. Menurut Modigliani dan Miller (1958), dalam kondisi pasar sempurna struktur modal tidak memengaruhi nilai perusahaan. Namun, pada kenyataannya terdapat faktor pajak, biaya kebangkrutan, dan asimetri informasi sehingga komposisi utang dan ekuitas menjadi sangat penting.

Fenomena *right issue* dapat dipahami melalui teori struktur modal karena penerbitan saham baru berfungsi menambah ekuitas, memperbaiki struktur permodalan, dan menurunkan tingkat leverage perusahaan. Sedangkan restrukturisasi utang melalui mekanisme penjadwalan ulang atau pengurangan kewajiban dilakukan agar beban keuangan perusahaan lebih seimbang dan risiko kebangkrutan berkurang. Dengan demikian, teori struktur modal memberikan landasan bahwa keputusan *right issue* maupun restrukturisasi utang merupakan langkah strategis perusahaan untuk menciptakan struktur pendanaan yang optimal dan mendukung keberlanjutan usaha.

2.2. Right Issue

Right issue merupakan salah satu mekanisme perusahaan untuk meningkatkan modal dengan menawarkan saham baru kepada pemegang saham yang ada dengan harga tertentu dan dalam jangka waktu yang telah ditentukan. Langkah ini sering digunakan oleh perusahaan untuk memperkuat struktur permodalan, mendanai ekspansi bisnis, atau mengurangi tingkat utang. Penelitian sebelumnya telah mengkaji dampak *right issue* terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Menurut Asquith dan Mullins (1986), pengumuman *right issue* sering kali diikuti oleh penurunan harga saham, yang menunjukkan bahwa investor melihat langkah ini sebagai tanda kelemahan keuangan perusahaan. Namun, penelitian oleh Gunawan et al. (2020) dalam konteks perusahaan Indonesia menunjukkan bahwa *right issue* dapat meningkatkan kinerja keuangan dalam jangka pendek, tetapi dampaknya dalam jangka panjang sangat bergantung pada efektivitas penggunaan dana yang diperoleh. Sedangkan studi oleh Eckbo dan Masulis (1992) mengungkapkan bahwa dampak *right issue* terhadap kinerja keuangan dapat berbeda di setiap perusahaan tergantung pada kondisi industri dan strategi alokasi modal. Jika dana dari *right issue* digunakan untuk memperbaiki fundamental bisnis, seperti restrukturisasi utang atau ekspansi usaha, maka langkah ini dapat memberikan dampak positif bagi kinerja perusahaan. Namun, jika hanya digunakan untuk menutupi kerugian tanpa strategi bisnis yang jelas, dampaknya dapat menjadi negatif.

Oleh karena itu, penelitian ini akan menguji lebih lanjut bagaimana *right issue* yang dilakukan oleh Garuda Indonesia memengaruhi kinerja keuangan perusahaan, dengan mempertimbangkan aspek likuiditas, profitabilitas, dan solvabilitas.

2.3. Restrukturisasi Utang

Restrukturisasi utang merupakan upaya yang dilakukan perusahaan untuk mengubah struktur kewajibannya agar lebih sesuai dengan kondisi finansial dan kemampuan pembayaran. Proses ini dapat melibatkan berbagai mekanisme, seperti perpanjangan jatuh tempo, perubahan suku bunga, konversi utang menjadi ekuitas, atau penghapusan sebagian utang.

Penelitian terdahulu menunjukkan bahwa restrukturisasi utang memiliki dampak yang beragam terhadap kinerja keuangan perusahaan. Gilson, John, dan Lang (1990) menemukan bahwa perusahaan yang melakukan restrukturisasi utang melalui negosiasi dengan kreditur cenderung menunjukkan perbaikan dalam kinerja operasional dalam jangka panjang. Sementara itu, penelitian Hotchkiss (1995) mengungkapkan bahwa meskipun restrukturisasi utang dapat memberikan kelonggaran jangka pendek, banyak perusahaan yang masih mengalami kesulitan keuangan setelah proses restrukturisasi. Dalam konteks Indonesia, penelitian oleh Siregar dan Wibowo (2021) menemukan bahwa restrukturisasi utang yang dilakukan oleh perusahaan terdampak pandemi COVID-19 berkontribusi dalam menstabilkan kondisi keuangan mereka. Namun, efektivitas restrukturisasi sangat bergantung pada strategi bisnis pasca-restrukturisasi dan dukungan dari pemangku kepentingan.

Restrukturisasi utang dapat menjadi langkah penting dalam menjaga kelangsungan usaha dan memperbaiki kinerja keuangan. Oleh karena itu, penelitian ini akan mengkaji dampak restrukturisasi utang yang dilakukan oleh Garuda Indonesia terhadap kinerja keuangan perusahaan, dengan fokus pada aspek likuiditas, solvabilitas, dan profitabilitas.

2.4. Kerangka Penelitian

Penelitian ini didasarkan pada integrasi teori keagenan dan teori struktur modal, serta menggunakan indikator rasio keuangan untuk mengevaluasi kinerja. Kerangka penelitian dapat digambarkan sebagai berikut:

Variabel Bebas (Independen):

- *Right issue* (X1)
- Restrukturisasi utang (X2)

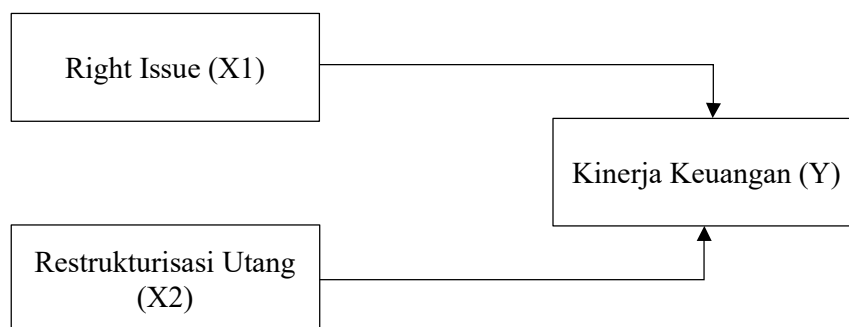
Variabel Terikat (Dependen):

- Kinerja keuangan (Y), yang diukur melalui rasio likuiditas, profitabilitas, dan solvabilitas.

Hubungan Antar Variabel:

- *Right issue* diharapkan meningkatkan modal ekuitas, yang pada akhirnya memperbaiki likuiditas.
- Restrukturisasi utang diharapkan memperbaiki solvabilitas dan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba.
- Keduanya diharapkan memberikan dampak positif terhadap kinerja keuangan secara keseluruhan.

Berikut adalah ilustrasi hubungan antara variabel bebas dan variabel terikat dalam penelitian ini:



Gambar 2.1 Kerangka Penelitian

2.5. Hipotesis Penelitian

Hipotesis dalam penelitian ini disusun untuk menguji secara empiris pengaruh *right issue* dan restrukturisasi utang terhadap kinerja keuangan PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk. Penyusunan hipotesis mengacu pada integrasi teori keagenan dan teori struktur modal, yang menjelaskan bagaimana kebijakan keuangan perusahaan memberikan dampak terhadap struktur modal, persepsi investor, dan kinerja operasional perusahaan.

Dalam perspektif teori keagenan, kebijakan *right issue* dan restrukturisasi utang mencerminkan tindakan manajemen dalam menghadapi tekanan keuangan. Teori struktur modal menjelaskan bahwa *right issue* dapat memperkuat ekuitas perusahaan dan menurunkan rasio utang terhadap modal sendiri, sementara restrukturisasi utang dapat mengurangi beban kewajiban sehingga meningkatkan efisiensi finansial.

Berdasarkan pemikiran tersebut, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

H1: *Right issue* memiliki pengaruh positif terhadap kinerja keuangan PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk.

(Hipotesis ini didasarkan pada asumsi bahwa peningkatan ekuitas melalui right issue dapat memperbaiki struktur modal dan meningkatkan rasio solvabilitas serta likuiditas perusahaan.)

H2: Restrukturisasi utang memiliki pengaruh positif terhadap kinerja keuangan PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk.

(Restrukturisasi utang diasumsikan dapat menurunkan beban bunga dan memperbaiki arus kas, sehingga meningkatkan profitabilitas dan solvabilitas.)

Kedua hipotesis di atas akan diuji melalui pendekatan kuantitatif dengan metode uji beda (independent sample t-test dan paired sample t-test), untuk menganalisis perbedaan kinerja keuangan Garuda Indonesia sebelum dan sesudah dilakukan *right issue* serta restrukturisasi utang.

3. Metode Penelitian

3.1. Populasi

Menurut Sugiyono (2019), populasi adalah wilayah generalisasi yang terdiri atas objek atau subjek dengan karakteristik tertentu yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari dan kemudian ditarik kesimpulannya. Populasi dalam penelitian ini adalah laporan keuangan triwulanan PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk yang telah dipublikasikan melalui Bursa Efek Indonesia (BEI) dan laporan resmi lainnya yang tersedia di situs perusahaan. PT Garuda Indonesia dipilih sebagai objek penelitian

karena merupakan salah satu maskapai penerbangan terbesar di Indonesia yang mengalami tantangan finansial signifikan dalam beberapa tahun terakhir, terutama akibat tekanan likuiditas dan tingginya beban utang. Selain itu, perusahaan ini telah melakukan *right issue* dan restrukturisasi utang sebagai langkah strategis untuk memperbaiki kondisi keuangannya.

3.2. Sampel dan Teknik Sampling

Menurut Sugiyono (2019), sampel adalah bagian dari jumlah dan karakteristik yang dimiliki oleh populasi yang dipilih melalui metode tertentu agar dapat mewakili keseluruhan populasi. Dengan kata lain, sampel merupakan representasi dari populasi yang lebih besar, sehingga analisis terhadap sampel dapat memberikan gambaran tentang keseluruhan populasi.

Sampel dalam penelitian ini terdiri dari laporan keuangan triwulanan PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk. yang dipublikasikan dalam periode tertentu, yaitu sebelum dan sesudah pelaksanaan *right issue* serta restrukturisasi utang. Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data *time series*, yaitu data deret waktu yang dikumpulkan dari laporan keuangan triwulanan Garuda Indonesia selama beberapa tahun berturut-turut. Data *time series* memungkinkan peneliti untuk menganalisis tren dan perubahan kinerja keuangan perusahaan dari waktu ke waktu, sehingga dapat diketahui dampak kebijakan keuangan secara lebih akurat. Pemilihan sampel dilakukan dengan mempertimbangkan ketersediaan data yang relevan untuk mengukur dampak kebijakan tersebut terhadap kinerja keuangan perusahaan. Data yang digunakan yaitu laporan triwulanan perusahaan yang diperoleh dari website resmi Garuda Indonesia.

Teknik sampling yang digunakan dalam penelitian ini adalah purposive sampling, yaitu metode pemilihan sampel berdasarkan kriteria tertentu yang telah ditetapkan. Kriteria sampel dalam penelitian ini meliputi:

- Laporan keuangan triwulanan PT Garuda Indonesia sebelum dan sesudah pelaksanaan *right issue* dan restrukturisasi utang.
- Periode penelitian mencakup tiga tahun sebelum dan tiga tahun sesudah kebijakan *right issue* dan restrukturisasi utang untuk memastikan adanya analisis tren perubahan kinerja keuangan. Penelitian ini menggunakan data *time series* triwulanan dari kuartal I 2019 hingga kuartal I 2025, dengan acuan putusan *right issue* dan restrukturisasi utang yang disahkan pada tahun 2022 sebagai titik tengah analisis.

Dengan menggunakan teknik purposive sampling, penelitian ini dapat secara spesifik menilai dampak *right issue* dan restrukturisasi utang terhadap kinerja keuangan PT Garuda Indonesia berdasarkan data yang relevan dan dapat dipertanggungjawabkan. Metode ini juga memastikan bahwa sampel yang digunakan benar-benar mencerminkan kondisi keuangan perusahaan sebelum dan setelah implementasi kebijakan tersebut, sehingga hasil analisis dapat memberikan kesimpulan yang valid dan dapat diandalkan.

3.3. Variabel Penelitian

Variabel penelitian adalah faktor-faktor yang diukur dan dianalisis dalam penelitian untuk memahami hubungan antara satu variabel dengan variabel lainnya. Dalam penelitian ini, terdapat dua jenis variabel yang digunakan, yaitu variabel independen (bebas) dan variabel dependen (terikat).

3.3.1. Variabel Independen (X)

Variabel independen adalah variabel bebas yang diduga memengaruhi atau menjadi penyebab perubahan pada variabel dependen (Y). Dalam penelitian ini, variabel independennya adalah:

- *Right issue* (X1), yaitu aksi korporasi di mana perusahaan menerbitkan saham baru untuk dijual kepada pemegang saham lama.
- Restrukturisasi utang (X2), yaitu proses penyesuaian struktur utang perusahaan agar sesuai dengan kemampuan finansial perusahaan.

3.3.2. Variabel Dependen (Y)

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kinerja keuangan (Y) PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk., yang diukur menggunakan rasio-rasio keuangan seperti:

- Profitabilitas (Return on Assets/ROA dan Return on Equity/ROE) untuk melihat efisiensi penggunaan aset dan ekuitas dalam menghasilkan laba.
- Likuiditas (Current Ratio) untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya.
- Solvabilitas (Debt to Equity Ratio/DER) untuk mengevaluasi struktur modal perusahaan setelah pelaksanaan *right issue* dan restrukturisasi utang.

Tabel 3.3 Definisi Operasional Variabel Penelitian

Variabel	Jenis	Indikator	Rumus/Pengukuran
<i>Right Issue</i> (X1)	Independen	Jumlah Saham Baru	$X1 = \frac{\text{Jumlah Saham Baru}}{\text{Jumlah Saham Lama}}$
Restrukturisasi Utang (X2)	Independen	Perubahan Utang	$X2 = \frac{\text{Utang Sebelum} - \text{Utang Sesudah}}{\text{Utang Sebelum}} \times 100\%$
Kinerja Keuangan (Y)	Dependen	Profitabilitas: ROA Likuiditas: CR Solvabilitas: DER	$\text{ROA} = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Aset}} \times 100\%$ $\text{CR} = \frac{\text{Aset Lancar}}{\text{Liabilitas Lancar}}$ $\text{DER} = \frac{\text{Total Liabilitas}}{\text{Total Ekuitas}}$

3.4. Alat Analisis

Alat analisis yang digunakan dalam penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh kebijakan Restrukturisasi Utang dan *Right Issue* terhadap kinerja keuangan Garuda Indonesia. Analisis dilakukan dengan metode uji beda berpasangan (pre-test vs post-test), yaitu dengan membandingkan kondisi kinerja keuangan sebelum dan sesudah kebijakan.

3.4.1. Uji Normalitas (Shapiro-Wilk)

Sebelum dilakukan pengujian hipotesis, terlebih dahulu dilakukan uji normalitas untuk memastikan apakah data selisih (post – pre) berdistribusi normal atau tidak. Uji normalitas penting dilakukan karena menentukan apakah

analisis selanjutnya menggunakan metode parametrik atau non-parametrik. Dalam penelitian ini, uji normalitas dilakukan dengan Shapiro-Wilk Test, karena jumlah observasi kurang dari 50. Shapiro-Wilk dipandang lebih tepat dibanding Kolmogorov-Smirnov dalam sampel kecil, sehingga hasil yang diperoleh lebih akurat. Dengan ketentuan yaitu:

- Jika nilai signifikan (Sig) $> 0,05$ maka data penelitian berdistribusi normal dan dapat dilanjutkan dengan Paired Sample t-test.
- Jika nilai signifikan (Sig) $< 0,05$ maka data penelitian tidak berdistribusi normal dan analisis dilanjutkan dengan Wilcoxon Signed-Rank Test sebagai alternatif nonparametrik.

3.4.2. Uji Beda (Paired Sample t-test)

Menurut Ghozali (2016), Paired Sample t-test merupakan salah satu uji parametrik yang digunakan untuk membandingkan rata-rata dari dua kelompok data yang saling berhubungan. Data dianggap berpasangan apabila berasal dari objek yang sama, tetapi diukur dalam dua kondisi yang berbeda. Dalam penelitian ini, objek yang dimaksud adalah PT Garuda Indonesia, dengan kondisi sebelum dan sesudah kebijakan korporasi. Rasio keuangan yang digunakan meliputi Return on Assets (ROA), Debt to Equity Ratio (DER), dan Current Ratio (CR).

Rumusan hipotesis penelitian dan pedoman pengambil keputusan dalam uji paired sample t-test adalah:

- H_0 = Tidak ada perbedaan signifikan antara sebelum kebijakan dan sesudah kebijakan.
- H_1 = Ada perbedaan signifikan antara sebelum kebijakan dan sesudah kebijakan

Menurut Singgih Santoso (2014), pedoman pengambilan keputusan dalam uji paired sample t-test berdasarkan nilai signifikansi (Sig.), adalah sebagai berikut:

- Jika nilai sig. (2-tailed) $> 0,05$ maka H_0 diterima dan H_1 ditolak. Yang artinya tidak ada perbedaan signifikan antara sebelum kebijakan dan sesudah kebijakan.
- Jika nilai sig. (2-tailed) $< 0,05$ maka H_0 ditolak dan H_1 diterima. Yang artinya ada perbedaan signifikan antara sebelum kebijakan dan sesudah kebijakan.

3.4.3. Uji Beda (Wilcoxon Signed-Rank Test)

Wilcoxon Signed-Rank Test adalah uji nonparametris untuk mengukur signifikansi perbedaan antara dua kelompok data berpasangan berskala ordinal atau interval tetapi berdistribusi tidak normal. Uji Wilcoxon Signed Rank Test merupakan uji alternatif dari uji pairing t-test atau t-paired apabila tidak memenuhi asumsi normalitas. Kriteria pengambilan keputusan dalam uji Wilcoxon adalah:

- Jika nilai Sig. (2-tailed) $< 0,05$, maka terdapat perbedaan yang signifikan antara periode sebelum dan sesudah kebijakan.
- Jika nilai Sig. (2-tailed) $> 0,05$, maka tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara periode sebelum dan sesudah kebijakan.

Dalam konteks penelitian ini, Wilcoxon Signed-Rank Test digunakan untuk menguji apakah terdapat perbedaan signifikan pada rasio Return on Assets (ROA), Current Ratio (CR), dan Debt to Equity Ratio (DER) antara periode sebelum kebijakan (2019/I–2022/II) dan sesudah kebijakan (2022/III–2025/I). Hasil dari pengujian ini diharapkan dapat memberikan gambaran empiris mengenai efektivitas kebijakan restrukturisasi utang dan *right issue* terhadap kinerja keuangan PT Garuda Indonesia.

3.4.4. Effect Size

Selain melihat signifikansi statistik dari uji beda, penelitian ini juga menghitung effect size untuk mengetahui seberapa besar pengaruh kebijakan Restrukturisasi Utang dan *Right Issue* terhadap kinerja keuangan Garuda Indonesia. Penggunaan effect size penting karena uji beda hanya menunjukkan ada atau tidaknya perbedaan, tetapi tidak menjelaskan seberapa besar dampak perubahan tersebut secara praktis. Dengan effect size, hasil penelitian dapat menunjukkan apakah perbedaan yang signifikan secara statistik.

A. Effect Size pada Paired Sample t-test (data normal)

Jika data selisih (post – pre) berdistribusi normal dan diuji dengan Paired Sample t-test, maka ukuran effect size dihitung dengan Cohen's d:

$$d = \frac{d \text{ rata - rata}}{Sd}$$

Keterangan:

- d rata-rata = rata-rata selisih
- Sd = standar deviasi dari selisih

Interpretasi Cohen's d:

- d = 0,2 → kecil
- d = 0,5 → sedang
- d ≥ 0,5 → besar

Artinya, semakin besar nilai d, semakin besar dampak kebijakan terhadap kinerja keuangan.

B. Effect Size pada Wilcoxon Signed-Rank Test (data tidak normal)

Jika data selisih tidak berdistribusi normal dan diuji dengan Wilcoxon Signed-Rank Test, maka ukuran effect size dihitung dengan rumus:

$$r = \frac{Z}{\sqrt{N}}$$

Keterangan:

- Z = nilai statistik uji Wilcoxon
- N = jumlah observasi (banyaknya pasangan data)

Interpretasi r:

- r = 0,1 → kecil
- r = 0,3 → sedang
- r ≥ 0,5 → besar

Dengan perhitungan ini, meskipun uji beda menghasilkan nilai signifikansi tertentu, peneliti dapat mengetahui apakah perubahan tersebut benar-benar berdampak besar atau hanya perubahan kecil yang tidak terlalu berarti secara praktis.