

## BAB 4

### PEMBAHASAN DAN ANALISIS

#### 4.1. Analisis Data Deskriptif

Pada bagian ini akan dilakukan pembahasan mengenai Aset Perusahaan, *Liabilities*, Rasio *Liabilities* terhadap Aset dan Rasio Pertumbuhan Aset sebagai pengantar Analisis. Kemudian pada bagian berikut akan dibahas Analisis probabilitas kegagalan pembayaran dengan membahas aspek-aspek penyebabnya.

##### 4.1.1 Analisis Deskriptif Aset Perusahaan

Rentang aset perusahaan yang diteliti beragam dengan aset terendah Rp 1,290 Milyar yaitu PT Total Bangun Persada. Aset terbesar dicatatkan sebesar Rp 97,560 Milyar, yaitu aset PT Telkom Indonesia. Hal ini mengingat bahwa PT Telkom merupakan penyedia layanan telekomunikasi dasar yang telah beroperasi sejak tahun 1901, jauh sebelum Indonesia merdeka. Berdasarkan data aset tahun 2009 maka didapatkan data statistik deskriptif perusahaan yang diteliti adalah sebagai berikut:

**Tabel 4.1**  
**Data Aset Perusahaan**

Sektor	Aset (dalam Milyar Rupiah)				
	Jumlah Perusahaan	Total	Rerata	Minimum	Maksimum
Agriculture	3	15,490	5,163	2,847	7,571
Basic & Chemical	4	34,352	8,588	2,010	16,375
Consumer Good	3	54,350	18,117	6,482	40,383
Financial	1	7,079	7,079	7,079	7,079
Infrastructure	1	28,670	28,670	28,670	28,670
Mining	7	141,786	20,255	4,855	69,914
Miscelenous	1	88,398	88,398	88,398	88,398
Property	6	33,044	5,507	1,290	11,593

Tabel 4.1

Lanjutan

Sektor	Aset (dalam Milyar Rupiah)			Minimum	Maksimum
	Jumlah Perusahaan	Total	Rerata		
Telecommunication	4	168,795	42,199	4,757	97,560
Trade & Service	5	105,221	21,044	13,481	27,382
<b>Total</b>	<b>35</b>	<b>677,184</b>	<b>19,348</b>	<b>1,290</b>	<b>97,560</b>

Data lengkap mengenai statistik deskriptif aset perusahaan dilampirkan pada lampiran 1. Dari data tersebut aset perusahaan BKSL, CPRO, ENRG, FREN, SMCB, SULI, TOTL memiliki *skewness* negatif. Artinya sifat data aset perusahaan memiliki kecenderungan pada aset besar. Dari aset perusahaan masing-masing perusahaan dapat dilihat bahwa asset yang diamati adalah lebih banyak aset besar. Secara visual dapat digambarkan bahwa perusahaan dengan *skewness* aset negatif ini lebih didominasi oleh aset yang berukuran besar. Sedangkan aset perusahaan lain memiliki *skewness* positif atau cenderung mencong ke kiri. Data aset perusahaan dengan *skewness* positif menunjuk dominasi aset yang lebih kecil adalah lebih dominan.

Sedangkan kurtosis menunjukkan keruncingan data. Data dengan kurtosis negatif menunjukkan data akan terbentuk seperti kurva tumpul. Sebaliknya data dengan kurtosis positif memiliki kurva runcing. Dari ketujuh perusahaan dengan aset kurtosis negatif di atas, hanya FREN dan SCMB yang memiliki kurtosis positif.

Dari data aset di lampiran 1 dapat dilihat bahwa terdapat 22 perusahaan dengan kurtosis negatif yaitu ADHI, ANTM, ASII, BHIT, BKSL, BMTR, BRPT, BTEL, CPRO, ELTY, ENRG, ISAT, KLBF, MEDC, PGAS, PNLF, SULI, TBLA, TINS, TLKM, TOTL dan UNVR. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan ini memiliki kurva aset yang lebih tumpul. Data deskriptif akan membantu dalam Analisis lebih lanjut.

#### 4.1.2 Analisis Deskriptif *Liabilities* Perusahaan

Rentang *liabilities* terkecil seperti pada tabel 4.2, dicatatkan oleh PT Bukit Sentul Tbk sebesar Rp 311 Milyar, sedangkan *liabilities* terbesar adalah dimiliki oleh PT Bumi Resource Tbk dengan total kewajiban sebesar Rp 54,852 milyar.

Data selengkapnya mengenai data deskriptif *liability* dilampirkan pada lampiran 2. Data ini akan dipergunakan juga untuk memahami data perusahaan dalam analisis probabilitas kegagalan bayar.

**Tabel 4.2**  
**Data *Liabilities* Perusahaan**

Sektor	Liabilities (dalam Milyar Rupiah)			
	Total	Rerata	Minimum	Maksimum
Agriculture	5,336	1,779	1,145	2,402
Basic & Chemical	18,740	4,685	1,735	7,574
Consumer Good	30,355	10,118	1,692	24,887
Financial	2,283	2,283	2,283	2,283
Infrastructure	16,893	16,893	16,893	16,893
Mining	85,606	12,229	1,425	54,852
Miscellaneous	40,006	40,006	40,006	40,006
Property	14,967	2,494	311	5,794
Telecommunication	94,754	23,689	3,965	47,637
Trade & Service	60,213	12,043	4,245	18,212
<b>Total</b>	<b>369,153</b>	<b>10,547</b>	<b>311</b>	<b>54,852</b>

### 4.1.3 Analisis Rasio Deskriptif *Liabilities* terhadap Aset Perusahaan

Rentang Rasio *Liabilities* terhadap aset dimaksudkan untuk menganalisis seberapa besar perusahaan menggunakan hutang. Tabel 4.3 memuat rasio *liability* terhadap aset di masing-masing sektor industri. Data statistik deskriptif untuk rasio ini dilampirkan pada lampiran 5.

Rentang rasio hutang terhadap aset terkecil adalah hutang PT Bukit Sentul Tbk. Rasio hutang terbesar adalah rasio hutang yaitu PT Adhi Karya Tbk. Tiap-tiap industri memiliki rata-rata rasio hutang terhadap aset. Rata-rata rasio hutang terendah adalah industri financial yaitu PT Panin Financial Tbk.

**Tabel 4.3**  
**Data Rasio Aset terhadap *Liabilities***

Sektor	Rasio Liabilities/Asset			
	Rerata	Deviasi Standar	Minimum	Maksimum
Agriculture	42%	24%	15%	63%
Basic & Chemical	62%	17%	46%	86%
Consumer Good	46%	18%	26%	62%
Financial	32%		32%	32%
Infrastructure	59%		59%	59%
Mining	46%	28%	18%	83%
Miscelenous	45%		45%	45%
Property	46%	28%	11%	87%
Telecommunication	64%	15%	49%	83%
Trade & Service	54%	17%	31%	69%
<b>Total</b>	<b>51%</b>	<b>21%</b>	<b>11%</b>	<b>87%</b>

#### 4.1.4 Analisis Pertumbuhan Aset Perusahaan

Analisis pertumbuhan dimaksudkan untuk menganalisis apakah terdapat pertumbuhan atau penurunan aset pada perusahaan yang diteliti. Pada tabel 4.4 digambarkan statistik deskriptif pertumbuhan aset di tiap sektor industri, sedangkan statistik deskriptif untuk semua perusahaan dilampirkan pada lampiran 5.

Terdapat perusahaan yang mengalami penurunan aset terbesar adalah dicatatkan oleh PT Energy Mega Persada. Menurut laporan tahunan 2009, perusahaan telah melakukan restrukturisasi usaha dengan merampingkan organisasi perusahaan. Sedangkan pertumbuhan terbesar pada tahun 2009 dicatatkan oleh ELTY. Menurut laporan tahunan perusahaan 2009, perseroan telah melakukan ekspansi bisnis dengan melakukan penambahan modal kerja pada anak perusahaan di pulau Bali.

**Tabel 4.4**  
**Data Pertumbuhan Aset**

Sektor	Pertumbuhan Aset			
	Rerata	Deviasi Standar	Minimum	Maksimum
Agriculture	9%	7%	2%	16%
Basic & Chemical	-6%	1%	-7%	-5%
Consumer Good	10%	7%	2%	15%
Financial	20%		20%	20%
Infrastructure	12%		12%	12%
Mining	0%	19%	-19%	32%
Miscelenous	9%		9%	9%
Property	12%	14%	-4%	39%

Tabel 4.4

Lanjutan

Sektor	Pertumbuhan Aset			
	Rerata	Deviasi Standar	Minimum	Maksimum
Telecommunication	12%	15%	-1%	34%
Trade & Service	0%	7%	-9%	8%
<b>Total</b>	<b>5%</b>	<b>13%</b>	<b>-19%</b>	<b>39%</b>

#### 4.2. Analisis *Probability to Default*

Pada bagian ini akan dilakukan analisis probabilitas kegagalan bayar pada masing-masing perusahaan. Untuk memudahkan perbandingan karakteristik perusahaan, maka analisis probabilitas kegagalan bayar akan dilakukan dalam kelompok-kelompok Industri. Data pendukung akan ditampilkan setiap sektor industri. Data yang tersebut adalah rasio hutang terhadap aset dan deviasi standar pertumbuhan masing-masing perusahaan di atas, serta probabilitas kegagalan bayar pada tahun 2006 hingga 2009. Probabilitas gagal bayar untuk tahun 2006 dikutip menurut penelitian Manurung (2007). *Outlook* perusahaan akan dianalisis berdasarkan laporan tahunan perusahaan untuk memberikan aspek kuantitatif disamping aspek kualitatif.

##### 4.2.1 Probabilitas kegagalan bayar Sektor Industri Agrikultura

Hasil perhitungan probabilitas kegagalan bayar untuk industri agrikultura dan *Liability ratio* dan deviasi standar *asset return* perusahaan adalah sebagai berikut.

**Tabel 4.5**  
**Probabilitas Kegagalan Bayar Industri Agrikultur**

Tickler	2006*	2007	2008	2009	Average	Deviasi Standar
AALI	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

Tabel 4.5

Lanjutan

Tickler	2006*	2007	2008	2009	Average	Deviasi Standar
TBLA	0.00%	0.00%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%
UNSP	6.98%	6.00%	6.22%	6.06%	6.32%	0.45%

Tabel 4.6

*Liability Ratio dan Deviasi Standar Asset Return Industri Agrikultur*

Tickler	<i>Liability Ratio</i>			<i>Deviasi Standar Asset Return</i>		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
AALI	21.50%	18.14%	15.12%	15.13%	16.72%	15.94%
TBLA	61.78%	68.13%	62.87%	12.25%	13.13%	12.17%
UNSP	44.63%	47.43%	47.36%	48.14%	52.03%	49.96%

AALI/PT Astra Agro Lestari: memiliki probabilitas gagal bayar yang konsisten sebesar 0%. Hal ini didorong oleh rasio hutang terhadap aset yang rendah. Rasio hutang perseroan pada tahun 2007-2009 berada pada tingkat 21%, 18% dan 15%. Angka probabilitas yang rendah ini dikarenakan juga karena rendahnya angka volatilitas aset perusahaan pada tahun 2007 hingga 2009 yaitu 15.13%, 16.72% dan 15.94%.

AALI didirikan pada tahun 1981, dimiliki oleh keluarga Soeryajaya, yang juga pendiri grup perusahaan Astra. Perusahaan ini merupakan pemilik pabrik minyak goreng kasar terbesar di Indonesia. Saat ini perusahaan mengelola kurang lebih 235 ribu hektar kebun sawit dengan pekerja kurang lebih 19 ribu termasuk 16 ribu pekerja kontrak.

TBLA/PT Tunas Baru Lampung: memiliki probabilitas kegagalan bayar yang konsisten sebesar 0%. Meski memiliki rasio hutang terhadap aset yang cukup besar yaitu tahun 2007-2009 di level 61%, 68% dan 63%. Angka probabilitas

yang rendah ini dikarenakan juga karena angka volatilitas pertumbuhan perusahaan pada tahun 2007 hingga 2009 adalah 12.25%, 13.13% dan 12.17%.

Perusahaan ini berkecimpung pada berbagai bisnis pertanian termasuk perkebunan berbasis kelapa kopra, kelapa sawit dan nenas. Pabrik perusahaan tersebar di Lampung, Sumatera Selatan, Riau, Jawa Timur dan Jawa Barat. Kapasitas terpasang 1 juta ton untuk mendukung 35% penjualan ekspor dan 65% penjualan lokal. Dalam 4 tahun mendatang perusahaan berencana membangun pembangkit tenaga listrik sendiri di Palembang dan mengembangkan pabrik baru di Pontianak, Kalimantan Barat. Untuk itu dibutuhkan dana Rp 1.5 Triliun untuk melakukan ekspansi bisnis mereka.

UNSP/PT London Sumatera Plantation: memiliki probabilitas kegagalan bayar pada level 6%, 6,22% dan 6,08% untuk tahun 2007 hingga 2009. Meski hanya rasio hutang perusahaan pada tahun 2007-2009 di level 45%, 47% dan 47%, namun volatilitas aset perusahaan tahun 2007-2009 cukup besar yaitu 48%, 52% dan 50%.

Perusahaan ini adalah anggota grup perusahaan Bakrie and Brother dengan aktivitas utama bergerak pada industri agribisnis. Bisnis perusahaan adalah karet, kelapa sawit dan kelapa kopra. Perseroan yang berkantor di Siantar memiliki beberapa produk unggulan turunan karet.

Dari ketiga perusahaan di atas, UNSP memiliki angka probabilitas kegagalan bayar lebih tinggi dari pada kedua perusahaan lainnya. Tingkat rasio hutang perusahaan yang tinggi dan volatilitas pertumbuhan perusahaan tinggi membuat perusahaan ini memiliki probabilitas gagal bayar lebih besar dari kedua perusahaan lainnya.

#### **4.2.2 Probabilitas kegagalan bayar Sektor Industri Dasar dan Kimia**

Dengan metode Merton didapatkan hasil perhitungan probabilitas kegagalan bayar untuk industri dasar dan kimia di tabel berikut ini. Pada tabel selanjutnya ditunjukkan juga data *liability ratio* dan deviasi standar *asset return* perusahaan.

**Tabel 4.7**  
**Probabilitas kegagalan bayar industri dasar dan kimia**

Tickler	2006*	2007	2008	2009	Average	Deviasi Standar
BRPT	1.22%	12.56%	12.63%	13.61%	10.00%	5.88%
CPRO	N/A	26.51%	23.74%	24.64%	24.96%	1.41%
SMCB	10.43%	9.69%	6.96%	1.76%	7.22%	3.91%
SULI	6.41%	4.20%	14.02%	20.01%	11.16%	7.24%

**Tabel 4.8**  
**Liability Ratio dan Deviasi standar asset return industri dasar dan kimia**

Tickler	Liability Ratio			Deviasi Standar Aset Return		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
BRPT	31.62%	48.18%	46.25%	244.19%	265.34%	254.01%
CPRO	80.25%	64.22%	63.00%	96.42%	141.63%	97.92%
SMCB	68.69%	66.93%	54.36%	11.20%	33.08%	31.57%
SULI	67.35%	82.76%	86.32%	24.55%	26.26%	25.06%

BRPT/PT Barito Pasific: Pada tahun 2007-2009, perusahaan ini memiliki probabilitas kegagalan bayar yang konsisten yaitu pada level 12.56%, 12.63% dan 13.61%. Hal ini didorong oleh rasio hutang terhadap aset yang rendah. Ratio hutang perseroan pada tahun 2007-2009 berada pada level 32%, 48% dan 46%. Namun pertumbuhan aset pada tahun 2007 mencapai 8,73 kali aset tahun 2006, sebagai akibatnya standar deviasi pertumbuhan aset terjadi adalah 244%, 265% dan 254% untuk tiga tahun terakhir. Peningkatan rasio pertumbuhan aset perusahaan inilah yang menyebabkan kenaikan probabilitas kegagalan bayar pada tahun 2007. Menurut penelitian Manurung (2007) probabilitas kegagalan bayar pada tahun 2006 adalah 1.22%, kemudian pada tahun 2007 meningkat menjadi 12.56%. Menurut laporan tahun PT Barito Pacific 2007, persero melakukan

konsolidasi anak-anak perusahaan ke dalam perseroan induknya, yaitu PT Barito Pacific Tbk.. Hal ini menyebabkan struktur keuangan perusahaan yang berubah drastis. Sebagai hasilnya aset bertumbuh pesat dan volatilitas pertumbuhan aset perusahaan meningkat sehingga mengakibatkan probabilitas gagal bayar perseroan ini menjadi meningkat.

PT Barito Pacific Tbk merupakan perusahaan industri per kayu terintegrasi terbesar di tanah air saat ini. Dengan produk industri yang beragam mulai dari kayu bulat, kayu lapis, kayu papan, kayu partikel dan kayu jadi lainnya. Selain itu perusahaan memiliki anak perusahaan yang bergerak di pabrik kayu, perkebunan, lem kayu, property serta industri kimia. Produk perusahaan diekspor ke Timur Tengah, Amerika Serikat, Cina, Hongkong dan Korea. Untuk mendukung operasi perusahaan di Jelap, Banjarmasin dan di Kuala Dua, Pontianak, perusahaan mempekerjakan kurang lebih 200 karyawan.

CPRO/PT Centra Proteintama: Perseroan memiliki probabilitas kegagalan bayar pada level yang cukup tinggi yaitu 26.51% untuk tahun 2008 serta 23.74% untuk tahun 2009. Hal disebabkan oleh rasio hutang terhadap aset yang tinggi yaitu 80.25% untuk tahun 2007, 64.22% untuk tahun 2007 dan 63.00% untuk tahun 2009. Sedangkan volatilitas perusahaan adalah 96.42%, 141.63%, 96.4%. Hal disebabkan oleh pertumbuhan perusahaan pada tahun 2007 sebesar 210%. Volatilitas pertumbuhan aset perusahaan dan rasio hutang terhadap aset yang tinggi menyebabkan perusahaan ini memiliki probabilitas *default* yang signifikan. Pada tanggal 18 Juni 2010 menurut situs [www.kontan.co.id](http://www.kontan.co.id) (2010), CPRO telah melakukan upaya peninjauan kembali pembayaran utang dengan melakukan perundingan restrukturisasi dan penundaan pembayaran utang. Sebelum pemegang saham mayoritas perusahaan ini yaitu *Blue Ocean Resources* telah mengalami kegagalan pembayaran bunga obligasi sebesar US\$17,88 juta pada tanggal 28 Desember 2009. *Fitch rating* juga menurunkan peringkat perusahaan ini dari C menjadi *restricted default*. Kegagalan pembayaran bunga obligasi menurut definisi pada bab 2 dapat digolongkan sebagai kejadian kegagalan bayar.

SMCB/PT Holcim Indonesia: Perseroan memiliki probabilitas kegagalan bayar pada yang cenderung menurun dari tingkat persentase 10.43% di tahun 2006 hingga 1.76% di tahun 2009. Meski volatilitas pertumbuhan aset perusahaan dan rasio hutang di level 31% akibat dari pertumbuhan aset agresif pada tahun 1998, namun probabilitas kegagalan bayar SMCB menurun. Ini diakibatkan oleh menurunnya rasio hutang terhadap aset dari 66% di tahun 2008 hingga 54% di tahun 2009.

PT Holcim Indonesia Tbk dahulu dikenal sebagai Semen Cibinong. Kini perseroan mengoperasikan pabrik di Cileungsi-Bogor, di Cilacap-Jawa Tengah dan di Ciwandan-Banten dengan daya produksi 8.5 ton per tahun. Menurut laporan tahunan PT Holcim Indonesia 2009 halaman 14, saat ini perusahaan berekspansi pada produk turunan semen sebagai material bahan bangunan rumah, proyek komersial dan infrastruktur . Perusahaan akan melakukan strategi nilai tambah dengan konsep *customer centric* dengan mengembangkan produk bahan bangunan terintegrasi mulai dari proses produksi *value chain* hingga pemasaran melalui kanal baru Solusi Rumah Holcim. Dua pabrik akan dikembangkan di Johor Baru Malaysia dan Ciwandan Banten. Disamping memasarkan produk semen di pasar lokal, perseroan juga memasarkan semen ke Banglades, Malaysia, Afrika Barat dan Australia.

SULI/PT Sumalindo Jaya Lestari Perseroan memiliki probabilitas kegagalan bayar yang cenderung meningkat dari level 10.43% tahun 2006 meningkat menjadi 20.1% pada tahun 2009. Hal ini didorong peningkatan rasio hutang perusahaan terhadap aset yaitu dari 67% menjadi 86%.

Industri kayu adalah bisnis perusahaan dengan area hutan di Kalimantan Timur, Irian Jaya dan Jambi dengan dukungan beberapa perusahaan anak. Pemilik mayoritas saham adalah PT Astra International Tbk.

Pada kelompok industri dasar dan kimia ini terbagi atas 2 kelompok yaitu:

a) kelompok yang berekspansif disertai dengan rasio hutang yang tinggi. Perusahaan tersebut adalah CPRO dan SULI

b) kelompok dengan rasio hutang menengah yaitu SCMB dan BRPT. Tingginya angka probabilitas kegagalan bayar BRPT lebih disebabkan oleh tinggi volatilitas pertumbuhan perusahaan. Untuk menurunkan rasio hutang SCMB juga melakukan ekspansi pasar untuk mencapai pertumbuhan aset yang lebih baik dengan cara melakukan ekspansi turunan produk.

#### 4.2.3 Probabilitas kegagalan bayar Sektor Industri – *Consumer Goods*

Industri consumer goods terbagi atas 2 sektor yaitu industri makanan dan minuman serta industri rokok. Perusahaan yang diteliti berikut ini adalah tergolong sebagai perusahaan industri minuman dan makanan. Hasil perhitungan probabilitas kegagalan bayar untuk industri *consumer goods* dan *liability ratio* dan deviasi standar *return asset* perusahaan adalah sebagai berikut.

**Tabel 4.9**

#### **Probabilitas kegagalan bayar Industri *Consumer Goods***

Tickler	2006*	2007	2008	2009	Average	Standar Deviasi
INDF	2.19%	6.28%	6.79%	5.08%	6.05%	0.88%
KLBF	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
UNVR	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

**Tabel 4.10**

#### ***Liability Ratio & Deviasi Standar Asset Return Industri Consumer Goods***

Tickler	Liability Ratio			Deviasi Standar Aset Return		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
INDF	63.27%	66.51%	61.63%	31.69%	33.09%	31.69%

Tabel 4.10

Lanjutan

	Liability Ratio			Deviasi Standar Aset Return		
	KLBF	21.82%	23.83%	26.10%	23.51%	25.71%
UNVR	49.48%	52.24%	50.46%	10.87%	11.80%	11.27%

INDF/PT Indofood Sukses Makmur: Perseroan memiliki probabilitas kegagalan bayar yang cukup rendah yaitu 6.28%, 6.79% dan 5.08%. Perubahan probabilitas gagal bayar ini dikarenakan pada tahun 2007, perseroan mengalami peningkatan pertumbuhan aset perusahaan dari tahun sebelumnya sebesar 87%. Sebagai akibat volatilitas pertumbuhan perusahaan meningkat, sehingga ikut meningkatkan nilai probabilitas gagal bayar perusahaan dari tahun 2006 ke tahun 2007.

INDF merupakan perusahaan makanan terbesar di Indonesia. Perusahaan menguasai industri mie instan, terigu, minyak goreng, makanan bayi dan makanan ringan. Saat ini perusahaan ini adalah pembuat mie instan terbesar di dunia. Disamping itu perusahaan memiliki penggilingan mie terbesar. Saat ini INDF membagi perusahaan kedalam *Consumer Branded Group*, Bogasari Group, Agribisnis Group dan *Distribution Group*. *Consumer branded group* meliputi mie instant, penyedap masakan, makanan ringan serta nutrisi dan makanan khusus. Agribisnis Group mememanajementi perkebunan kelapa sawit, penyulingan serta pemasarannya. Group ini juga mencakup produk the, karet, kopi dan kakao. Grup distribusi memiliki jaringan yang luas di seluruh Indonesia. Dengan warisan merek ternama mereka seperti Indomie, Sarimi, Supermi, Indomilk, terigu Bogasari, Cakra Kembar, Dua Kunci, Simas Falma, Bimoli menguasai pasar Indonesia. Hal ini mengindikasikan penguasaan perusahaan terhadap pasar Indonesia. Selain itu perseroan ini dari tahun 2007 hingga 2009 secara aktif melakukan akuisi perusahaan baru termasuk perusahaan perkapalan Rascal PTE, perkebunan PT United London Sumatera. Pada tahun 2010 perusahaan melakun

penggabungan 3 anak perusahaan kedalam satu perusahaan di bawah *Consumer Branded Group*

KLBF/PT Kalbe Farma: Perseroan memiliki *probability to default* sebesar 0%. Hal ini lebih didorong oleh rasio hutang terhadap aset tahun 2006 hingga 2009 sebesar 21.82% , 23.83% dan 26.10%. Meski dengan volatilitas pertumbuhan aset untuk tiga tahun terakhir 24%, 26% dan 25% perusahaan memiliki probabilitas kegagalan bayar sebesar 0%.

Kalbe Farma merupakan perusahaan berbasis industri farmasi terbesar di Asia Tenggara. Perusahaan saat ini memproduksi produk kesehatan bagi manusia dan juga hewan, termasuk dalam hal ini pendistribusian. Kalbe Farma, Enseval Megatrading dan Dankos Laboratories merupakan grup perusahaan terbesar farmasi di tanah air. Selain memasarkan produk secara domestik perusahaan juga memasarkan produk ke Afrika dan negara-negara Asia. Produksi perusahaan dipusatkan di Bekasi dengan dukungan 20 perusahaan yang bergerak dalam bidang pengepakan, industri farmasi, makanan sehat dan sektor finansial. Menurut Laporan Tahunan Perseroan KLBF tahun 2009, perusahaan telah menetapkan "Pelaksanaan yang Prima" sebagai tema utama usaha perusahaan. Perusahaan telah meningkatkan strategi peningkatan produktivitas dan inovasi guna meningkatkan arus kas sehingga memberikan hasil yang mengesankan.

UNVR/PT Unilever Indonesia: Perseroan memiliki probabilitas kegagalan bayar 0%. Meski memiliki tingkat rasio hutang yang cukup tinggi yaitu 49%, 52% dan 50%, namun dengan volatilitas yang rendah 11%, 12% dan 11% untuk tiga tahun terakhir, membuat perusahaan memiliki stabilitas *probability to default*.

Perusahaan ini bergerak dalam bidang *consumer goods*. Menurut laporan tahunan PT Unilever Indonesia Tbk Tahun 2009, produk perusahaan adalah sabun, shampo, deterjen, margarine, komestik sehari-hari, makanan berbasis susu dan produk sehari-hari. Dua pabrik mendukung operasi perusahaan di Cikarang, Jawa Barat dan Surabaya, Jawa Timur. Pada tahun 2008, perusahaan telah mengakuisi PT Ultra Jaya Milk sebagai anak perusahaan. Pada tahun itu

perusahaan membangun pabrik perawatan kulit tdi Cikarang. Pabrik tersebut adalah pabrik perawatan kulit terbesar di Asia. Dua aksi perusahaan ini menunjukkan strategi utama perusahaan yaitu memperdalam bisnis inti dengan kekuatan eksekusi. Sebanyak 76.2% *turn over* perusahaan didapat dari produk perawatan pribadi dan rumah tangga sedangkan sisanya diperoleh dari Makanan dan es krim. Saat ini kurang lebih 3,300 karyawan mendukung operasi perusahaan.

Dari ketiga perusahaan di atas INDF memiliki karakter yang ekspansif dibandingkan industri lainnya yaitu KLBF dan UNVR. INDF adalah induk perusahaan dari beberapa anak perusahaan sehingga volatilitas dari perusahaan ini cenderung lebih tinggi daripada kedua perusahaan lainnya.

#### 4.2.4 Probabilitas kegagalan bayar Sektor Industri Finansial

Hanya ada 1 perusahaan finansial yang tercatat pada saham LQ 45 perusahaan yaitu PNLF. Probabilitas kegagalan bayar dan rasio keuangan perusahaan adalah sebagai berikut.

**Tabel 4.11**  
**Probabilitas kegagalan bayar Industri Finansial**

Tickler	2006*	2007	2008	2009	Average	Standar Deviasi
PNLF	0%	0.27%	0.01%	0.06%	0.11%	0.14%

**Tabel 4.12**  
**Liability Ratio & Deviasi Standar Asset Return Industri Finansial**

Tickler	Liability Ratio			Standar Deviasi Aset Return		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
PNLF	37.16%	26.89%	32.25%	35.17%	36.47%	36.61%

PNLF/PT Panin Life: Beroperasi secara moderat dengan dengan rasio hutang terhadap aset pada tahun 2007 hingga 2009 sebesar 37.16%, 26.89 dan 32.25% dengan standar deviasi pertumbuhan aset 35.17%, 36.47% dan 36.61%, menghasilkan probabilitas kegagalan bayar perusahaan kecil di bawah 1%. Meski ada peningkatan di tahun 2008 ke tahun 2009 dari 0.01% ke 0.09%, hal ini disebabkan oleh peningkatan rasio hutang PNLF dari 26.89% menjadi 32.25% atau naik sekitar 6%.

Panin Life memfokuskan bisnisnya pada asuransi jiwa, asuransi kesehatan, anuitas, asuransi kecelakaan diri. Saat ini perusahaan memiliki kantor perwakilan di 39 kota di Jawa, Sumatera, Kalimantan dan Sulawesi. Jumlah karyawan saat ini adalah 180 orang. Menurut laporan tahunan PT Panin Life Tbk tahun 2009, perusahaan mengubah bidang usahanya menjadi jasa konsultasi manajemen, bisnis dan administrasi. Portofolio asuransi akan dipindahkan ke PT Panin Anugerah Life.

#### 4.2.5 Probabilitas kegagalan bayar Sektor Industri Infrastruktur

Peluang kegagalan bayar industri infrastruktur yaitu PGAS adalah 0% seperti pada tabel dibawah ini. Pada tabel berikutnya dipaparkan rasio *Liability* dan deviasi standar pertumbuhan aset perusahaan.

**Tabel 4.13**  
**Probabilitas kegagalan bayar industri infrastruktur**

Tickler	2006*	2007	2008	2009	Average	Standar Deviasi
PGAS	0%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

**Tabel 4.14**  
***Liability ratio* dan standar deviasi *asset return* industri infrastruktur**

Tickler	Liability Ratio			Deviasi Standar Aset Return		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
PGAS	66.95%	68.41%	58.92%	8.33%	9.02%	7.88%

PGAS/PT Perusahaan Gas Negara Tbk: Meski memiliki rasio hutang yang tinggi yaitu 66.95%, 68.41% dan 58.92% untuk tahun 2007 hingga 2009 dengan standar deviasi yang rendah 8.33%, 9.02% dan 7.88% , perseroan gas negara ini memiliki probabilitas kegagalan bayar 0%. Pada tahun 2009 ,23% dari kewajiban adalah kewajiban lancar dan 77% adalah kewajiban tidak lancar. Menurut laporan tahunan PGAS 2009, penurunan rasio kewajiban di atas disebabkan oleh penurunan kewajiban tidak lancar sebesar Rp 2,02 triliun dari akhir tahun 2008 sebesar Rp 14,18 triliun. Selain itu pemerintah meningkatkan kepemilikannya sehingga ekuitas perseroan meningkat 66% atau Rp 4,66 triliun dari Rp 7.08 triliun pada tahun 2008 sehingga menjadi Rp 11,73 pada tahun 2009.

Perusahaan yang mayoritas kepemilikannya masih di tangan pemerintah Indonesia, bergerak dalam pendistribusian gas dan energi. Perusahaan telah mengembangkan bisnisnya dengan memperpanjang jalur pipa gas dari 3,131 km menjadi 4,171 km. Jaringan pipa baru tersebut terhubung antara pulau Sumatera dan Jawa serta Jawa serta antara Kalimantan Timur dan Jawa.

Pada tahun 2009 perusahaan ini mencatatkan pertumbuhan drastis sebesar 883% dari tahun 2008. Tahun 2009 adalah titik tolak bagi usaha PGAS menuju visi perusahaan kelas dunia dalam pemanfaatan gas bumi.

#### 4.2.6 Probabilitas kegagalan bayar Sektor Industri Pertambangan

Terdapat 7 perusahaan yang terseleksi dalam saham LQ 45. Data hasil perhitungan probabilitas gagal bayar dan Liability ratio serta standar deviasi pertumbuhan aset perusahaan adalah sebagai berikut.

**Tabel 4.15**  
**Probabilitas kegagalan bayar Industri Pertambangan**

Tickler	2006*	2007	2008	2009	Average	Standar Deviasi
ANTM	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

Tabel 4.15

Lanjutan

Tickler	2006*	2007	2008	2009	Average	Standar Deviasi
BUMI	0.01%	0.00%	0.01%	0.01%	0.01%	0.00%
ENRG	0.00%	19.11%	18.86%	29.31%	16.82%	10.59%
INCO	2.19%	0.08%	0.15%	0.21%	0.66%	0.89%
MEDC	3.05%	13.26%	7.08%	9.76%	8.29%	3.73%
PTBA	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
TINS	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

Tabel 4.16

*Liability Ratio & Deviasi Standar Asset Return Industri Pertambangan*

Tickler	Liability Ratio			Deviasi Standar Asset Return		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
ANTM	27.33%	20.80%	17.59%	27.63%	24.72%	28.05%
BUMI	50.29%	59.73%	78.46%	734.88%	797.77%	762.98%
ENRG	64.25%	70.33%	82.70%	52.47%	56.34%	47.69%
INCO	26.53%	17.46%	22.41%	614.59%	668.42%	639.58%
MEDC	70.24%	62.36%	64.34%	36.62%	36.62%	36.03%
PTBA	32.47%	33.22%	28.39%	16.83%	9.81%	17.90%
TINS	33.24%	33.95%	29.35%	19.59%	18.65%	17.82%

ANTM/PT Aneka Tambang Tbk: Dengan rasio hutang yang stabil dan rendah 27.33%, 20.80% dan 17.59% dan volatilitas pertumbuhan aset sebesar 27.63%, 24.72 dan 28.05% menghasilkan probabilitas kegagalan bayar perusahaan di level 0%.

Perusahaan ini memiliki basis pertambangan dan industri logam. Bisnisnya dimulai dari explorasi, penambangan, pengecoran dan pemurnian logam serta

memasarkan langsung produk mereka ke sejumlah negara. Pasar utama perusahaan adalah Jepang, Eropa, Australia dan beberapa negara Logam produksi mereka antara feronickel, nikel, emas, bauksit, besi hingga bauksit. Memiliki pekerja kurang lebih 2,600 pekerja yang tersebar di satu pabrik nikel dan tiga pengecoran feronickel di Sulawesi, satu tambang bauksit di Sumatera dan satu pabrik pemurnian logam di Jakarta.

BUMI/PT Bumi Resources Tbk: Meski dengan tingkat rasio hutang terhadap aset yang tinggi yaitu 50.29%, 59.73 dan 78.46% untuk tahun 2007 hingga 2009 dan volatilitas aset 734.88%, 797.77%, 762.98%. Perusahaan ini memberikan angka probabilitas kegagalan bayar yang kecil yaitu pada rata-rata 0%.

Besarnya perusahaan ini dilatar belakangi oleh akuisisi PT Arutmin Indonesia pada tahun 2001 disusul oleh PT Kaltim Prima Coal tahun 2002. Sebagai akibat perusahaan ini memiliki aset yang sangat besar. PT Kaltim Prima Coal adalah tambang batubara berbasis biaya rendah dan memiliki pelabuhan batubara sendiri di Sanggata-Kalimantan. Perseroan mengeksport batubara ke segala penjuru dunia dengan dukungan kurang lebih 15 ribu pekerja. Menurut laporan tahunan BUMI 2009, perusahaan melakukan restrukturisasi hutang dan belanja modal. Sumber dananya berasal dari penanaman modal *China Investment Cooperation* sebesar \$600 juta yang akan dibayarkan kembali pada tahun keempat. Pada tahun 2008 lalu perseroan ini juga telah mengakuisisi sebuah tambang emas di Sumatera Utara dari *Herald Resources Ltd* Australia. Ekspansi bisnis ini mengindikasikan pergerakan aset yang sangat besar.

ENRG/PT Energi Mega Persada Tbk: Meski pada tahun 2006 probabilitas kegagalan bayar perusahaan 0%, ENRG pada tahun 2007 hingga 2009 memiliki probabilitas kegagalan bayar meningkat drastis yaitu 19.11%, 18.86% dan 29.31% untuk masing-masing tiga tahun tersebut. Pada tahun 2006 perusahaan bertumbuh secara konsisten dengan besaran tahun 2005 dan 2006 sebesar 89% dan 95%. Dengan angka yang konsisten akan menghasilkan volatilitas pertumbuhan yang rendah. Sedangkan pada tahun 2007 hingga 2009, volatilitas perusahaan cenderung tinggi yaitu 52.47%, 56.34% dan 47.69% sebagai akibat hasil

perpindahan dari pertumbuhan agresif ke pertumbuhan melambat. Menurut laporan tahunan ENRG 2009, penurunan ini disebabkan oleh divestasi sumur minyak Brantas pada tahun 2008.

Perusahaan ini menguasai industri gas dan minyak. Saat ini perseroan memiliki 183 milyar barel cadangan minyak. Cadang minyak itu berlokasi di 7 lokasi pengeboran minyak Tahun 2008, ENRG mengakuisisi ladang minyak baru bernama Tonga yang berlokasi di Sumatera Utara. Diperkirakan cadangan minyak dari ladang baru ini berjumlah 90 milyar barel atau hampir 50% dari cadangan minyak yang dimiliki perusahaan. Total ladang minyak perusahaan adalah 8 ladang.

INCO/PT Indonesia Nickel Corporation Tbk: Dengan tingkat rasio hutang yang rendah pada tahun 2007 hingga 2009 26.53%, 17.46% dan 22.41% meski dengan tingkat volatilitas yang tinggi yaitu 614.59%, 668.42% dan 639.58% menghasilkan probabilitas kegagalan bayar untuk perseroan ini berada pada level yang rendah di bawah 1%.

INCO merupakan industri tambang nikel yang berbasis di Soroako, Sulawesi dengan dukungan 3,600 pekerja. Disamping memiliki tambang nikel, perseroan juga mengoperasikan sendiri pabrik peleburan nikel. Kontrak operasi yang dimiliki perseroan masih sangat panjang yaitu hingga tahun 2025 setelah diperpanjang oleh pemerintah pada tahun 1996 dari awal kontrak yaitu tahun 1968. Tahun 2009 perusahaan ini memproduksi kurang lebih 200 juta pound nikel mentah. Kesestabilan perusahaan didukung oleh kontrak karya panjang perusahaan dalam mata uang dolar Amerika Serikat dengan cadangan bijih mineral yang melimpah.

MEDC/PT Medco Energy Tbk: Rasio hutang terhadap aset tahun 2007 hingga 2009 adalah 70.24%, 62.36% dan 64.34% dan volatilitas pertumbuhan perusahaan 36.62%, 36.62% dan 36.03% memberikan persero probabilitas kegagalan bayar yang tinggi di tahun 2007 yaitu 13.27% dan menurun ke level 8.29%. Hal ini menunjukkan tingkat ekspansif yang menuju stabil dari tahun sebelumnya.

Medco adalah perusahaan minyak pertama yang terdaftar di bursa saham Indonesia. Perusahaan didirikan pada tahun 1992 dengan bisnis awal berupa tambang minyak kecil di Kalimantan. Kini perusahaan ini tak hanya memiliki tambang minyak dan gas di dalam negeri namun juga memiliki ladang minyak dan gas di luar negeri. Perusahaan menjalankan 8 tambang lepas pantai dan 6 tambang minyak darat, 1 pabrik methanol, 1 pabrik LNG dan 3 pembangkit tenaga listrik swasta. Kurang lebih 2,000 pegawai mendukung operasi perusahaan di berbagai negara antara lain; Oman, Kamboja, Yaman, Tunisia, Libya dan termasuk di Amerika Serikat. Pada tahun 2009, perseroan juga menanda-tangani perjanjian jual beli gas Senoro Toli. Terdapat 3 perusahaan yang diakuisi oleh Medco pada tahun 2009. Berbagai aksi korporasi membuat perusahaan memiliki volatilitas pertumbuhan aset yang cukup besar.

PTBA/PT Tambang Batubara Bukit Asam Tbk: Dengan angka tingkat rasio hutang rendah tahun 2007 hingga 2009 yaitu 32.47%, 33.22%, 28.39 dan volatilitas pertumbuhan yang juga rendah yaitu 16.83%, 9.81 dan 17.90%, menghasilkan probabilitas kegagalan bayar sebesar 0%

Perusahaan Indonesia ini mengoperasikan tambang batu-bara dengan kapasitas sumber daya tambang berkisar 7.3 juta ton . Kapasitas ini mewakili yang lebih 17% potensi tambang batu-bara di Indonesia. Perseroan merupakan pemilik tambang batubara terbesar kedua di tanah air. Dengan dukungan kurang lebih 3,000 pekerja saat ini perusahaan mengoperasikan 2 tambang batu bara. Tambang tersebut berlokasi di Tanjung Enim, Sumatera Utara dan Ombilin, Sumatera Selatan. Tahun 2009 perusahaan telah meningkatkan produksi sebesar 7.4%.

TINS/PT Tambang Timah Tbk: Perusahaan tambang timah ini juga menghasilkan probabilitas kegagalan bayar sebesar 0%. Dengan tingkat rasio hutang yang terjadi pada level 33% selama tahun 2007 hingga 2009 yaitu 33.24%, 33.95%, 29.35% dan volatilitas pertumbuhan sebesar 19.59%, 18.65% dan 17.82% memberikan hasil yang sangat baik bagi PT Timah.

Perusahaan ini merupakan penambang timah terbesar di dunia dan berkantor di dekat pertambangan timah di Pangkal Pinang, Bangka Belitung. Perseroan memiliki cadangan 552,460 hektar hak kuasa tambang. Selain itu perusahaan memiliki 7 perusahaan yang mendukung operasi, transportasi hingga pemasaran produk perusahaan. Saat ini perusahaan didukung oleh sekitar 4,500 pekerja. Meski bernama PT Timah perusahaan memiliki berbagai bisnis lain yaitu pertambangan nikel di Sulawesi, pertambangan biji besi di Belitung, proyek pengembangan usaha batabara di Kalimantan dan pertambangan aspal di Buton – Sulawesi. Pengembangan usaha dilakukan untuk mengurangi ketergantungan pada penurunan biji timah sebagai bisnis utama perusahaan.

Dari hasil probabilitas kegagalan bayar di atas dapat dikelompokkan atas 3 kelompok perusahaan yaitu:

- a) Perusahaan Pertambangan yang ekspansif. Perusahaan yang bertumbuh dengan volatilitas tinggi yaitu ENRG
- b) Perusahaan bertumbuh secara moderat yaitu MEDC ditandai oleh probabilitas kegagalan bayar yang cukup. Meskipun melakukan ekspansi yang cukup agresif, perusahaan ini masih memiliki probabilitas gagal bayar yang wajar.
- c) Perusahaan yang memiliki probabilitas kegagalan bayar 0% atau cenderung 0% yaitu ANTM, BUMI, INCO, PTBA dan TINS. ANTM, PTBA dan TINS dapat dikatakan memiliki karakteristik yang sama yang rendah dengan volatilitas pertumbuhan aset pada rentang 17% hingga 30%. Perusahaan-perusahaan milik negara yang telah *go public* lebih menyukai menggunakan arus kas internal untuk membiayai ekspansi perusahaan.

#### **4.2.7 Probabilitas kegagalan bayar Sektor Industri Umum**

Terdapat satu perusahaan umum yang tercatat pada saham LQ45. Probabilitas gagal bayar dan rasio keuangan perusahaan adalah sebagai berikut.

**Tabel 4.17**  
**Probabilitas kegagalan bayar industri umum**

Tickler	2006*	2007	2008	2009	Average	Standar Deviasi
ASII	0.41%	0.21%	0.13%	0.03%	0.19%	0.14%

**Tabel 4.18**  
**Liability ratio & deviasi dtandar asset return industri umum**

Tickler	<i>Liability Ratio</i>			<i>Deviasi Standar Aset Return</i>		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
ASII	49.61%	49.74%	45.26%	24.29%	26.29%	25.30%

ASII/PT Astra International Tbk: Perusahaan ini menunjukkan stabilitas dengan probabilitas kegagalan bayar tahun 2007 hingga 2009 sebesar 0.21% 0.13%, .03% dan 0.19% sebagai hasil dari rasio hutang tiga tahun terakhir sebesar 49.61%, 49.74% dan 45.26 dan level volatilitas pertumbuhan aset sebesar 24.29%, 26.29% dan 25.30%. Pertumbuhan aset perusahaan pada tahun 2009 tercatat sebesar 10%.

Perseroan ini adalah perusahaan induk terbesar saat ini, diawali dengan bisnis perdagangan umum, kini perusahaan memiliki 6 bisnis inti. Bisnis inti itu adalah Automotif, Finansial Service, Alat Berat, Perkebunan, Teknologi Informasi dan Infrastruktur. Perusahaan memiliki kerjasama dengan pemilik merek kendaraan bergeraj ternama antara lain: Honda, Toyota, Isuzu, BMW, Peugeot, Nissan Diesel dan Lexus. Bisnis finansial perusahaan ini antara lain: Astra Credit Company, Bank Permata, Asuransi Jiwa CMG Life dan Asuransi Astra Buana. Dari anak perusahaan tersebut aset perusahaan bertumbuh yang didukung oleh platform yang berkelanjutan. Dari laporan tahunan PT Astra International Tbk, dapat disimpulkan bahwa perusahaan lebih banyak memfokus pada pertumbuhan anak-anak perusahaan daripada melakukan akuisisi perusahaan lain.

#### 4.2.8 Probabilitas kegagalan bayar Sektor Industri –Properti

Terdapat 7 perusahaan bersaham LQ45. Probabilitas gagal bayar untuk industri properti yang diteliti dan rasio keuangan perusahaan adalah sebagai berikut.

**Tabel 4.19**  
**Probabilitas kegagalan bayar industri iroperti**

Tickler	2006*	2007	2008	2009	Average	Standar Deviasi
ADHI	0.00%	5.97%	6.14%	9.18%	7.10%	1.81%
BKSL	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
CTRA	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
ELTY	1.93%	2.08%	4.20%	9.21%	5.16%	3.66%
KIJA	0.00%	0.00%	0.01%	0.03%	0.01%	0.01%
TOTL	N/A	0.00%	0.07%	0.18%	0.08%	0.09%

**Tabel 4.20**  
**Liability ratio & standar deviasi asset return industri properti**

Tickler	Liability Ratio			Deviasi Standar Aset Return		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
ADHI	87.42%	88.29%	86.85%	15.07%	13.44%	13.72%
BKSL	10.77%	10.75%	11.17%	14.00%	15.21%	14.58%
CTRA	17.06%	18.60%	18.62%	14.90%	16.26%	15.51%
ELTY	26.42%	37.60%	49.98%	52.15%	62.46%	56.19%
KIJA	33.80%	46.10%	49.53%	21.48%	23.78%	22.64%
TOTL	65.39%	66.67%	61.86%	18.25%	2.91%	15.20%

ADHI/PT Adhi Karya Tbk: Meski memiliki rasio hutang terhadap aset yang sangat besar yaitu 87.42, 88.29% dan 86.85% untuk tahun 2007 hingga 2009 dan volatilitas pertumbuhan aset yaitu 15.07%, 13.44% dan 13.72%, perseroan ini

menunjukkan bahwa perusahaan memiliki tingkat probabilitas kegagalan bayar pada level 5.97%, 6.14% dan 9.18%.

Adhi Karya adalah perusahaan konstruksi terbesar di tanah air dengan keahlian pada manajemen konsultasi konstruksi, *industrial engineering* fabrikasi, industri bahan konstruksi, teknologi informasi dan *real estate*. Perusahaan ini memiliki anak-anak perusahaan Adhi Realty, Adhi Mitra Jasa Indah, Adhi Oman. Pemerintah menjadi pemilik saham mayoritas sebesar 51% dan publik memiliki saham sebesar 41%. Menurut laporan tahunan PT Adhi Karya Tahun 2009, perusahaan telah berhasil membangun jalan tol Cirebon Kanci yang menghubungkan provinsi Jawa Barat dan Jawa Tengah, Jembatan Suramadu yang menghubungkan Surabaya dan Madura serta proyek Terminal 3 Bandara Soekarno Hatta. Hal ini menunjukkan keahlian perusahaan membangun proyek-proyek besar. Dibandingkan dengan TOTL sebagai industri sejenis ADHI memiliki probabilitas yang lebih tinggi.

BKSL/PT Sentul City Tbk: Rasio hutang terhadap aset perseroan ini sangat rendah yaitu 10.77%, 10.75% dan 11.17% untuk tahun 2007 dan 2009, sedangkan volatilitas pertumbuhan perusahaan adalah 14.00%, 15.21%, 14.58% untuk ketiga tahun tersebut. Sebagai akibat rendahnya rasio hutang terhadap aset maka tingkat probabilitas kegagalan bayar menunjukkan angka 0%.

Perusahaan properti memiliki lahan yang sangat luas di Sentul, Bogor, sesungguhnya bergerak dalam pengembangan, pemasaran, pengoperasian, sewa dan rehabilitasi pusat perbelanjaan, tempat rekreasi dan real estate. Anak perusahaannya adalah PT Gunung Geulis Elok Abadi dan PT Sukaputra Cemerlang. Lahan yang luas tersebutlah yang menyebabkan BKSL memiliki aset yang besar.

CTRA/PT Ciputra Development Tbk: Rasio hutang terhadap aset perusahaan properti yang dibangun oleh keluarga ciputra ini adalah 17.06, 18.60% dan 18.62% untuk tahun 2007 hingga 2009 dan volatilitas pertumbuhan aset sebesar

14.90%, 16.26% dan 15.51%. Akibat dari rendahnya rasio tersebut maka angka tingkat probabilitas kegagalan bayar menunjukkan angka 0%.

Perusahaan yang didirikan oleh Ciputra ini telah memulai bisnis properti sejak tahun 1961 bergerak pada bisnis pusat perbelanjaan, perumahan, hotel, apartemen, lapangan golf dan fasilitas pendukungnya. Saat ini 21 perumahan di 7 kota dijalankan oleh perusahaan. Akhir tahun 2008, perusahaan memperkerjakan kurang lebih 2,800 karyawan.

ELTY/PT Bakrieland Development Tbk: Rasio hutang perusahaan terhadap aset menunjukkan angka yang meningkat dari tahun 2007 hingga 2009 yaitu sebesar 26.42%, 37.60% dan 49.98% dan didukung oleh volatilitas perusahaan 52.15%, 62.46% dan 56.19%. Tingginya angka kedua rasio tersebut menghasilkan probabilitas kegagalan bayar PT Bakrieland Development ini yaitu 2.08%, 4.20% dan 9.21%. Meningkatnya angka probabilitas kegagalan bayar ditahun 2009 disebabkan oleh meningkatnya rasio hutang perseroan ini. Sedangkan aset perusahaan yang meningkat terus membuat volatilitas pertumbuhan perusahaan membesar. Perusahaan milik Bakrie ini beroperasi sejak 1990. Saat ini perusahaan membangun Bakrie Tower, Nirwana Suites, Bogor Nirwana Residence dan sedang bergiat membangun super blok terbesar bernama Rasuna Episentrum.

Menurut laporan tahunan perseroan tahun 2009, perusahaan sedang melakukan ekspansi bisnis melalui anak perusahaan PT Bali Nirwana Resort Hal ini mereka lakukan sesuai dengan optimisme perusahaan mengenai bangkitnya pertumbuhan pariwisata khususnya di Bali. Namun demikian ekspansi bisnis ini dilakukan dengan melakukan pinjaman yang mengakibatkan rasio hutang terhadap aset meningkat. Pada akhirnya tingkat resiko kredit, perusahaan ini meningkat sesuai dengan angka probabilitas kegagalan bayar tahun 2008 ke 2009, yang meningkat ke angka 9.21%

KIJA/PT Kawasan Industri Jababeka Tbk: Rasio hutang terhadap aset perusahaan yang meningkat sejak tahun 2007 hingga 2009 yaitu 33.80%, 46.10% dan 49.53 dengan volatilitas pertumbuhan aset sebesar 21.48%, 23.78 dan 22.64%, tidak

memberikan pengaruh yang signifikan pada estimasi probabilitas kegagalan bayar perusahaan yang bergerak dari angka 0%, .01 dan 0.03%.

Perusahaan saat ini mengoperasikan real estate dan kawasan industri terpadu di Cikarang, Jawa Barat. Perusahaan telah membangun kawasan ini hingga memiliki luas kurang lebih 1,570 hektar. Terdapat kurang lebih 500 karyawan yang mendukung operasional perusahaan.

TOTL/PT Total Bangun Persada Tbk: Angka rasio hutang perusahaan terhadap aset sesungguhnya cukup tinggi yaitu 65.39%, 66.67% dan 61.86% untuk tahun 2007 hingga 2009, namun dengan tingkat volatilitas yang moderat sebesar 18.25%, 2.91%, 15.20% mengakibatkan perusahaan memiliki perkiraan probabilitas kegagalan bayar sebesar 0%, 0.07% dan .0.18%

Perusahaan ini memiliki spesialisasi pembangunan gedung tinggi. Dalam beberapa tahun terakhir ini perusahaan berekspansi untuk membangun kompleks perumahan dan kawasan komersial dalam rangka menambah eksposur perusahaan.

Menurut laporan tahunan perusahaan tahun 2009, perusahaan ini tidak memiliki hutang kepada bank. Utang yang dicatatkan pada laporan keuangan perusahaan 91% adalah kewajiban lancar.

Dari analisis probabilitas kebangkrutan di perusahaan properti ini dapat dikelompokkan atas 2 kelompok, yaitu:

- a) perusahaan properti pemilik lahan yaitu BKSL, CTRA, KIJA dan ELTY
- b) perusahaan properti kontraktor yaitu ADHI dan TOTL

Perusahaan properti pemilik lahan yaitu BKSL, CTRA dan KIJA memiliki rasio hutang yang sangat rendah sebaliknya perusahaan properti kontraktor cenderung memiliki rasio hutang yang besar. Sebagai akibatnya perusahaan properti pemilik lahan memiliki kecenderungan probabilitas kegagalan bayar perusahaan menjadi sangat rendah. Sebaliknya untuk perusahaan untuk perusahaan properti kontraktor

cenderung membiayai asetnya dengan rasio hutang yang tinggi, sehingga probabilitas kegagalan bayar perusahaan kelompok ini cenderung tinggi.

Khusus untuk ELTY, probabilitas kegagalan bayar perusahaan ini meningkat sejalan dengan meningkatnya rasio hutang perusahaan terhadap aset dan volatilitas pertumbuhan aset perusahaan. Di tahun 2009 perusahaan ini juga memiliki pertumbuhan aset yang terbesar yaitu 39% dibanding aset tahun 2008.

#### 4.2.9 Probabilitas kegagalan bayar Sektor Industri Telekomunikasi

Terdapat 4 perusahaan yang bergerak dalam bidang telekomunikasi pada saham LQ45. Probabilitas gagal bayar dengan metode Merton dan rasio keuangan perusahaan industri telekomunikasi adalah sebagai berikut.

**Tabel 4.21**  
**Probabilitas kegagalan bayar industri telekomunikasi**

Tickler	2006*	2007	2008	2009	Average	Deviasi Standar
BTEL	N/A	16.07%	2.77%	4.19%	7.68%	7.30%
FREN	N/A	0.00%	20.84%	18.96%	13.26%	11.53%
ISAT	10.50%	19.22%	19.61%	20.63%	19.82%	0.73%
TLKM	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

**Tabel 4.22**  
**Liability ratio & deviasi standar aset return industri telekomunikasi**

Tickler	Liability Ratio			Deviasi Standar Aset Return		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
BTEL	59.80%	40.53%	55.95%	35.11%	55.47%	47.91%
FREN	60.41%	84.85%	83.35%	27.19%	14.59%	30.72%
ISAT	62.83%	65.76%	66.77%	54.69%	58.95%	56.56%
TLKM	47.53%	51.79%	48.83%	6.46%	6.56%	6.35%

BTEL/PT Bakrie Telecommunication Tbk: Perusahaan yang didirikan oleh keluarga Bakrie ini memiliki rasio hutang terhadap aset sebesar 59.80%, 40.53% dan 55.95% untuk tahun 2007 hingga 2009. Dengan disertai volatilitas pertumbuhan untuk ketiga tahun tersebut yaitu: 43.09%, 55.47% dan 47.91%, maka probabilitas kegagalan pembayaran perusahaan ini cukup tinggi. Jika dibandingkan dengan FREN yang memiliki kesamaan basis teknologi yaitu CDMA, maka rasio hutang terhadap aset perusahaan BTEL lebih rendah dari pada rasio hutang terhadap aset FREN. Pada tahun 2007 angka probabilitas kegagalan pembayaran adalah 16.27%, pada tahun 2008 adalah 2.77% seiring dengan menurunnya rasio hutang perusahaan terhadap aset yaitu 40.53%. Probabilitas kegagalan bayar perusahaan ini kemudian meningkat kembali setelah terjadi kenaikan rasio hutang perusahaan yaitu 55.95% sehingga menghasilkan probabilitas gagal bayar sebesar 4.19%. Menurut laporan tahunan perseroan 2009, tahun tersebut adalah tahun yang penuh dengan terobosan dan diindikasikan oleh meningkatnya jumlah pelanggan perusahaan sebesar 45%. Hal ini menggambarkan ekspansi bisnis perusahaan telekomunikasi CDMA ini di tahun 2009.

FREN/PT Fren Mobile 8 Tbk: Tingkat rasio hutang terhadap aset perusahaan yang meningkat untuk tahun 2007 hingga 2009 yaitu: 60.41%, 84.85% dan 83.35% menjadi dasar kenaikan probabilitas kegagalan bayar perusahaan ini. Volatilitas pertumbuhan perusahaan berada di persentase 27.19%, 14.59% dan 30.72% untuk tahun 2007 hingga 2009. Besaran rasio ini menghasilkan tingkat probabilitas kegagalan bayar yang tinggi yaitu 20.84% untuk tahun 2008 dan 18.96% dan 2009. Angka probabilitas kegagalan bayar tahun 2007 tidak bisa menjadi acuan karena belum tersedianya angka volatilitas pertumbuhan. Perusahaan ini mencatatkan kerugian sebesar Rp 724 Milyar pada tahun 2009, meskipun membaik dari kerugian tahun 2008 sebesar Rp 1,069 Milyar

Perusahaan telekomunikasi ini memiliki basis teknologi CDMA dengan cakupan area layanan Jawa dan Bali. Selain menawarkan harga percakapan yang rendah, perusahaan yang memiliki asosiasi dengan perusahaan telekomunikasi Mobile-8 Belanda ini, mampu memberikan layanan suara yang jernih. Layanan Internet

juga diberikan oleh perusahaan ini sebagai *Value Added* perusahaan kepada pelanggan. Dapat disimpulkan bahwa perusahaan telah melakukan membiayai ekspansi bisnis dengan hutang seperti ditunjukkan oleh tinggi rasio hutang terhadap aset.

Kepemilikan perusahaan menurut laporan tahunan perusahaan melakukan upaya restrukturisasi obligasi pada bulan Juni 2009 dan konversi utang menjadi saham pada bulan November 2009. Kepemilikan perusahaan beralih dari milik pemilik mayoritas sebelumnya BHIT/Bhakti Investasi. Jika mengikuti definisi pada bab 2, maka FREN dapat digolongkan mengalami tanda-tanda kepailitan menurut *International Swap and Derivatives Association* sebagaimana dikemukakan oleh Jorion (2009).

ISAT/PT Indosat Tbk: Rasio hutang perusahaan terhadap aset yang tinggi pada tahun 2007 hingga 2009 yaitu; 62.83%, 65.76% dan 66.77% dan disertai volatilitas yang lebar yaitu: 54.69, 58.95% dan 56.56% menghasilkan probabilitas kegagalan bayar pada rata-rata 19.82%. Struktur keuangan yang padat modal dan kinerja perusahaan yang berbasis teknologi tinggi memaksa perusahaan membiayai perusahaan dengan hutang.

Sebelum dimiliki oleh *Qatar Telecom* pada bulan June 2008, perusahaan ini dimiliki oleh *Singapore Telecom*. Saat ini perusahaan berfokus pada layanan telepon selular, percakapan telekomunikasi internasional dan multimedia. Anak perusahaan ini adalah Lintasarta dan PT Indosat Mega Media.

Menurut laporan tahunan 2009 telah terjadi penurunan peringkat perusahaan oleh *Moody's* menjadi B1 (negatif) pada bulan April 2009 dengan alasan meningkatnya hutang akan jatuh tempo.

TLKM/PT Telkom Indonesia Tbk: Perusahaan memiliki rasio hutang yang cukup moderat di tahun 2007 hingga 2009 yaitu 47.53%, 51.79% dan 48.83%. Dengan volatilitas pertumbuhan perusahaan yang rendah yaitu 6.46%, 6.56, dan 6.35% ditahun tersebut PT Telkom memiliki probabilitas kegagalan bayarsebesar 0%.

Telkom merupakan perusahaan telekomunikasi terbesar di Indonesia. Perusahaan memiliki layanan telekomunikasi terintegrasi yaitu layanan telepon tetap, televisi berbayar, telepon tetap nirkabel, telepon selular, jaringan data dan internet. Usaha-usaha itu dijalankan baik secara langsung maupun tidak langsung melalui anak-anak perusahaan dan perusahaan asosiasinya seperti PT Telkomsel, PT Infomedia Nusantara, PT Napsindo Primatel dan PT Graha Sarana Duta. Dengan kekuatan tersebut Telkom memiliki 63 juta pelanggan.

Dalam kelompok industri telekomunikasi ini terdapat dua kelompok industri yaitu:

- a) kelompok telekomunikasi dasar yaitu TLKM dan
- b) kelompok industri teknologi baru yaitu BTEL, FREN dan ISAT.

TLKM memiliki sifat kurang ekspansif dimana tingkat pertumbuhan aset rata-rata di 3 tahun terakhir hanya 9%. Sebagai pembanding BTEL mengalami kenaikan aset sebesar rata-rata 76%. Sebagai akibatnya TLKM akan memiliki tingkat probabilitas kegagalan bayar yang rendah sekali yaitu 0%. Sedangkan BTEL memiliki rata-rata probabilitas kegagalan bayar sebesar 7.68%. FREN dan ISAT memiliki angka kisaran probabilitas kegagalan bayar yang hampir sama yaitu level 20%. Karakteristik industri yang berteknologi tinggi memaksa perusahaan membiayai perusahaan dengan hutang, sehingga mendapatkan probabilitas gagal bayar yang tinggi. Kedua perusahaan pada tahun 2009 melakukan upaya untuk melakukan restrukturisasi hutang. Saham Fren menurut situs [www.detikfinance.com](http://www.detikfinance.com) tanggal 13 Maret 2010 telah mengalami penghentian penjualan di bursa efek Indonesia sebagai akibat penundaan pembayaran bunga obligasi. Kegagalan membayar bunga obligasi ini telah menggolongkan FREN sebagai perusahaan yang mengalami kegagalan bayar menurut definisi pada bab 2.

Sedangkan ISAT telah mengalami perubahan *rating* perusahaan oleh PEFINDO dan *Moody's* dari positif menjadi negatif sesuai dengan siaran pers perusahaan

yang dilangsir pada tanggal Maret 23, 2009 pada situs investor relation [www.indosat.co.id](http://www.indosat.co.id)

#### 4.2.10 Probabilitas kegagalan bayar Sektor Industri Perdagangan, Servis & Investasi

Terdapat 5 perusahaan yang bergerak dalam bidang telekomunikasi pada saham LQ45. Hasil perhitungan probabilitas gagal bayar dan rasio keuangan perusahaan adalah sebagai berikut.

**Tabel 4.21**  
**Probabilitas kegagalan bayar industri perdagangan, servis & investasi**

Tickler	2006*	2007	2008	2009	Average	Deviasi Standar
BHIT	23.97%	22.34%	21.33%	20.94%	22.14%	1.35%
BLTA	15.45%	30.59%	28.01%	26.13%	25.05%	6.65%
BMTR	0.07%	0.08%	0.00%	0.00%	0.04%	0.04%
BNBR	0.01%	1.09%	3.19%	9.46%	3.44%	4.22%
UNTR	4.30%	5.27%	3.58%	9.44%	5.65%	2.62%

**Tabel 4.22**  
**Liability ratio & deviasi standar asset return perdagangan, servis & investasi**

Tickler	Liability Ratio			Deviasi Standar Asset Return		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
BHIT	45.42%	41.23%	39.34%	124.33%	132.72%	128.56%
BLTA	83.96%	76.39%	69.45%	72.80%	76.43%	73.71%
BMTR	41.29%	32.55%	31.49%	28.80%	29.25%	29.50%
BNBR	51.27%	54.75%	66.51%	33.91%	31.06%	35.27%
UNTR	55.49%	50.97%	62.11%	38.48%	38.58%	39.71%

BHIT/PT Bhakti Investama Tbk: Rasio hutang perusahaan terhadap aset pada tahun 2007 – 2009 yaitu: 45.42%, 41.23% dan 39.34%. Namun dengan tingkat volatilitas pertumbuhan perusahaan untuk ketiga tahun tersebut sebesar 124.33%, 132.72% dan 128.56% maka didapat probabilitas kegagalan bayar tahun 2007-2008 22.34%, 21.33% dan 20.94%. Angka ini didorong oleh volatilitas pertumbuhan yang tinggi diakibatkan pertumbuhan perusahaan pada tahun 2006 sebesar 42.6%.

Dapat disimpulkan bahwa tingginya angka probabilitas kegagalan bayar BHIT lebih dikarenakan oleh tingkat volatilitas pertumbuhan aset perusahaan. Dalam 10 tahun aset BHIT telah berkembang sebesar 410% dengan melakukan ekspansi bisnis berbasis multi media. Selain itu menurut laporan tahunan 2009, perseroan telah mengambil langkah penting yang sangat strategis dengan melepas kepemilikannya atas saham PT Mobile-8 Telecom Tbk melalui Mediacom, sehingga Investasi Strategis Perseroan di sektor Media akan lebih fokus dan terpadu di bidang Media berbasis Konten dan Iklan, Media berbasis Pelanggan serta Media Pendukung dan Infrastruktur.

BLTA/PT Berlian Laju Tanker Tbk: Perusahaan yang bergerak pada transportasi laut ini memiliki rasio hutang terhadap aset yang sangat tinggi. Pada tahun 2007 rasio hutang perusahaan adalah 83.96%, Tahun 2008 sebesar 76.39% dan tahun 2009 menurun menjadi 69.45%. Volatilitas pertumbuhan aset pertumbuhan pada tahun 2007-2008 juga tinggi yaitu 72.80%, 76.43% dan 73.71%. Besarnya angka rasio tersebut menyebabkan tinggi. Pada tahun 2006 rasio hutang perusahaan adalah 61% persen, tahun 2007 rasio hutang perusahaan meningkat drastis menjadi 83.96%. Probabilitas gagal bayar BLTA pada tahun 2007 hingga 2009 yaitu 30.59%, 28.01% dan 26.13%. Terdapat perbedaan kenaikan signifikan probabilitas kegagalan bayar perusahaan ini dari tahun 2006. Probabilitas gagal bayar tahun 2006 adalah 15.45%.

Perusahaan ini bergerak dalam transportasi laut. Perusahaan telah maju sangat pesat dengan bisnis awal hanya 2 kapal tanker, saat ini memiliki 58 kapal angkut dengan total daya angkut 1,2 juta DWT. Fokus bisnis perusahaan adalah

pengangkutan bahan cair baik domestik maupun internasional. Saat ini perusahaan memiliki perwakilan operasional di Merak, Dumai, Taiwan dan Emirat Arab.

Penelusuran data lebih lanjut menurut [www.okezone.com](http://www.okezone.com) tanggal 3 Juni perusahaan mengalami penurunan *rating* peringkat perusahaan oleh Perusahaan Pemeringkat Indonesia dari idA+ menjadi IdA-. Alasan penurunan peringkat tersebut dikarenakan melemahnya kinerja perusahaan dan kebutuhan dana yang besar untuk cicilan pembayaran kapal yang telah dipesan dan volatilitas freight rate dan tingkat penyewaan kapal. Namun masih terdapat hal yang mendukung perusahaan yaitu kuatnya posisi perusahaan di dalam bisnis pengangkutan produk cair dan potensi sabotase serta terdisiversifikasinya produk dan rute yang dilalui.

BMTR/PT Global Mediacom Tbk: Rasio hutang terhadap aset perusahaan ini cukup moderat tahun 2007 hingga 2009 yaitu 41.29%, 32.55% dan 31.49%. Tingkat volatilitas pertumbuhan aset yang cukup bagus di ketiga tahun terakhir ini yaitu 28.80%, 29.25% dan 29.50%. Sebagai akibatnya BMTR memiliki probabilitas kegagalan bayar yang rendah yaitu: 0.08%, 0.00%, 0.00%. Angka probabilitas kegagalan bayar tidak terlalu naik signifikan dikarenakan rasio hutang yang rendah pada tahun 2006 sebesar 29%.

Perusahaan yang memulai bisnis perdagangan ini, bisnisnya telah berkembang ke dalam berbagai sektor lain. Bisnis yang dimasuki perusahaan antara lain media masa cetak, broadcasting, televisi, infrastruktur, telekomunikasi, automotive, kimia, hotel termasuk juga investasi dan keuangan. Saat ini perusahaan memiliki beberapa stasiun televisi komersial yaitu RCTI, TPI dan Global TV. Disamping televisi berbayar INDOVISION. Terdapat 60 karyawan yang mendukung operasional perusahaan induk ini.

BNBR/PT Bakrie Brothers Tbk: Perusahaan investasi grup Bakrie ini memiliki rasio hutang terhadap aset yang memadai yaitu: 51.27%, 54.75% dan 66.51%. Terdapat kenaikan pada rasio hutang di tahun 2009 yang mengindikasikan ekspansi bisnis perusahaan dengan cara menambah hutang baru. Aset perusahaan bertumbuh dengan besaran volatilitas tahun 2007 hingga 2009 sebesar 33.91%,

31.06% dan 35.27%. Akibat meningkat kedua angka tersebut maka probabilitas kegagalan bayar perusahaan meningkat dari: 1.09% untuk 2007 dan 3.19% untuk tahun 2008. Tahun 2009 probabilitas kegagalan bayar perusahaan adalah 9.46% yang disebabkan oleh kenaikan rasio hutang perusahaan terhadap aset dan naiknya volatilitas pertumbuhan aset. Perusahaan memiliki anak perusahaan yaitu; BUMI/PT Bumi Resources Tbk, UNSP/PT United London Plantation Tbk, ENRG/PT Enegi Mega Persada, ELTY/PT Bakrieland Tbk dan BTEL/PT Bakrie Telecommunication Tbk. Anak-anak perusahaan inilah yang menjadi pendorong pertumbuhan aset perseroan.

Sebagai perusahaan investasi perusahaan ini mengelola anak-anak perusahaan. Saat ini perusahaan berekspansi pada bisnis telekomunikasi, property, pabrikasi pipa, pabrikasi bahan bangunan dan pertambangan.

UNTR/PT United Tractor Tbk: Rasio hutang perusahaan terhadap aset adalah 55.49% untuk tahun 2007, 50.97% untuk tahun 2008 dan 62.11% untuk tahun 2009. Sementara volatilitas pertumbuhan aset perusahaan adalah 38.48% untuk tahun 2007, 38.58% untuk tahun 2008 dan 39.71% tahun 2009. Akibat dari besar angka tersebut maka didapat probabilitas kegagalan bayar perusahaan sebesar 1.09%, 3.19% dan 9.46% untuk masing-masing tahun tersebut. Kenaikan probabilitas kegagalan bayar tahun 2009 dikarenakan adanya kenaikan rasio hutang perusahaan terhadap aset.

Perusahaan ini berdiri pada tahun 1992 sebagai gabungan dari dua perusahaan yaitu PT Astra Motor Work dan Astra International. Saat ini perusahaan berfokus kepada bisnis alat berat Komatsu. Perusahaan disokong oleh 12 ribu karyawan yang tersebar di 14 subsidiari, 18 kantor cabang, dan 15 kantor lapangan, dan 12 kantor perwakilan.

Pada kelompok industri perdagangan, servis dan investasi ini terdapat dua kelompok industri yaitu:

- a) Kelompok perusahaan yang berekspansi dengan hutang yaitu BHIT dan BLTA. Meskipun memiliki probabilitas kegagalan bayar tinggi, kedua perusahaan belum menunjukkan adanya kegagalan bayar.
- b) Kelompok yang berekspansi bisnis secara moderat yaitu BNBR dan UNTR
- c) Kelompok perusahaan yang tingkat hutang rendah yaitu BMTR

