

Jurnal Solusi

Volume 13, Nomor 2, Desember 2018

ISSN 1907-2376

Daftar Isi

- Ki Syahgolang Permata,
Imo Gandakusuma* Analisis Dampak Pendanaan Konstruksi Proyek Pembangunan Prasarana *Light Rail Transit* Jabodebek (Studi Kasus: PT Adhi Karya (Persero) Tbk.) ~ 1
- Lucia Ika Fitriastuti* Pemetaan Orientasi Visi Misi Perguruan Tinggi Swasta di Wilayah Kopertis V Yogyakarta ~ 23
- Nerys Lourensius L. T.,
Th. A. Radito* Pengaruh Komunikasi Atasan Bawahan dan Motivasi Terhadap Kinerja Karyawan di *Ramai Departement Store And Supermarket* Yogyakarta ~ 33
- Yohanes Reva Cahyo K,
Maria Magdalena* Analisis Potensi Kebangkrutan Dengan Menggunakan Model Prediksi Finansial Distrees Ohlson, Grover, Altman Z-Score Pada Perusahaan Property & Real Estate ~ 55
- Yayuk Setyowati* Analisis Faktor Yang Berpengaruh Terhadap Kinerja Pegawai Rumah Sakit ~ 73
- Rini Susilawati,
Arief Budi Pratomo,
Maria Magdalena* Dampak Relokasi Pasar Terhadap Tingkat Kunjungan dan Pertumbuhan Pedagang Bagi Pedagang Keripik Belut di Pasar Godean ~ 89
- Arif Triwinarso,
Iwan Budiherwanto* Potensi, Efektivitas dan Kontribusi Pajak Hotel di Kabupaten Sleman Periode 2012-2016 ~ 103

Analisis Dampak Pendanaan Konstruksi Proyek Pembangunan Prasarana *Light Rail Transit* Jabodebek (Studi Kasus: PT Adhi Karya (Persero) Tbk.)

Ki Syahgolang Permata, Imo Gandakusuma

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Program Studi Magister Manajemen
Kekhususan Manajemen Keuangan
Universitas Indonesia
E-mail : syahgolangi@gmail.com

Abstract

Based on Presidential Decree no. 98 Year 2015 and its amendments, PT Adhi Karya (Persero) Tbk. was assigned to build the Jabodebek LRT which includes: lanes (including elevated construction), stations, and operating facilities. The purposes of this study are to understand the analysis of project's funding evaluation, to find the best funding scheme which options consist of Availability Payment, Deferred Payment and Corporate Financing through Government Capital Injection (PMN) and to understand the impact of these funding schemes toward ADHI's performance. Based on the analysis of existing data, it can be concluded by using Availability Payment and Deferred Payment schemes there will be significant increases in debt interest compared to Corporate Financing through PMN. Therefore, the best financing alternative is Corporate Finance through PMN.

Keywords: *Availability Payment; Corporate Finance; Deferred Payment; Light Rail Transit;*

PENDAHULUAN

Guna mendukung proses realisasi transportasi massal berbasis rel, Pemerintah mengeluarkan Peraturan Presiden (Perpres) No. 98 Tahun 2015 perihal Percepatan Penyelenggaraan Kereta Api Ringan yang dikenal dengan sebutan *Light Rail Transit* (LRT) terintegrasi di Wilayah Jakarta, Bogor, Depok, dan Bekasi. Moda transportasi ini terdiri dari enam Lintas Pelayanan (Laporan Tahunan PT Adhi Karya (Persero) Tbk., 2016), yaitu:

1. Lintas Pelayanan Cawang – Cibubur;
2. Lintas Pelayanan Cawang – Kuningan – Dukuh Atas;
3. Lintas Pelayanan Cawang – Bekasi Timur;
4. Lintas Pelayanan Dukuh Atas – Senayan;

5. Lintas Pelayanan Cibubur – Bogor;
6. Lintas Pelayanan Palmerah – Grogol



Gambar 1Peta dan Lintas Layanan LRT

(Sumber: *Management Presentation* PT Adhi Karya (Persero) Tbk., 2015)

Dalam Perpres No 98 tahun 2015 tersebut tercantum penugasan PT Adhi Karya (Persero) Tbk. untuk membangun Prasarana Kereta Api Ringan atau *Light Rail Transit* yang meliputi: Jalur (termasuk konstruksi layang), stasiun, dan fasilitas operasi (Perpres No. 98 Tahun 2015). Pendanaan PT Adhi Karya (Persero) Tbk. dalam penugasan tersebut berasal dari Penyertaan Modal Negara atau Pendanaan lain sesuai ketentuan peraturan perundang-undangan. Pemerintah melakukan pembayaran atas pengalihan prasarana untuk setiap lintas layanan yang telah selesai dibangun oleh PT Adhi Karya (Persero) Tbk.

Untuk melaksanakan penambahan Penyertaan Modal Negara ke dalam PT Adhi Karya (Persero) Tbk., Perpres No. 98 tahun 2015 disempurnakan dengan diterbitkannya Peraturan Pemerintah Nomor 28 Tahun 2015 tentang Penambahan Penyertaan Modal Negara ke dalam saham PT Adhi Karya (Persero) Tbk. (Bratadharma, 2015). Berdasarkan Peraturan Pemerintah tersebut, PT Adhi Karya (Persero) Tbk. memperoleh dana Penyertaan Modal Negara (PMN) sebesar Rp1,4 triliun melalui Penawaran Umum dengan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD) atau yang lazim disebut dengan *Rights Issue*. Penawaran Umum dengan HMETD dilakukan di bulan Oktober tahun 2015 dan berhasil menghimpun dana sebesar Rp2,75 triliun karena pemegang saham publik juga mengambil bagian dari porsi kepemilikan saham melalui penambahan modal sebesar total Rp1,3 triliun. Dana yang diperoleh

dari *Rights Issue* tersebut kemudian digunakan untuk pembangunan prasarana transportasi massal berbasis rel beserta stasiun dan properti pendukung (Laporan Tahunan PT Adhi Karya (Persero) Tbk., 2015).

Dalam perjalanannya, Perpres tersebut mengalami beberapa perubahan antara lain pada tanggal 29 Juli 2016, Peraturan Presiden Nomor 65 Tahun 2016 Tentang Perubahan atas Peraturan Presiden Nomor 98 Tahun 2015 tentang Percepatan Penyelenggaraan Kereta Api Ringan atau *Light Rail Transit* Terintegrasi di Wilayah Jakarta, Bogor, Depok, dan Bekasi ditetapkan oleh Presiden dan diundangkan pada tanggal 3 Agustus 2016.

Dalam Perpres No. 65 tahun 2016 tersebut tercantum penegasan pembiayaan oleh APBN, tambahan penugasan ADHI untuk membangun Depo, pembangunan dilaksanakan melalui pola *Design and Build* menggunakan *standard gauge* (ukuran rel standar 1.435 mm). Selain itu, dalam hal belum ditandatangani perjanjian, PT Adhi Karya (Persero) Tbk. tetap melaksanakan penugasan berdasarkan persetujuan teknis dan pengawasan oleh Kementerian Perhubungan (Perpres No. 65 Tahun 2016).

Kemudian pada tanggal 3 Mei 2017, terbit Peraturan Presiden Nomor 49 Tahun 2017 tentang Perubahan Kedua atas Peraturan Presiden Nomor 98 Tahun 2015 Tentang Percepatan Penyelenggaraan Kereta Api Ringan/ Light Rail Transit Terintegrasi di Wilayah Jakarta, Bogor, Depok, dan Bekasi ditetapkan oleh Presiden dan diundangkan pada tanggal 8 Mei 2017.

Dalam Perpres tersebut tercantum bahwa Pemerintah melakukan pembayaran atas pembangunan Kereta Api Ringan atau *Light Rail Transit* Terintegrasi di Wilayah Jakarta, Bogor, Depok, dan Bekasi melalui pembayaran yang dialokasikan dalam APBN dan/atau pembayaran yang dilakukan Pemerintah melalui PT Kereta Api Indonesia (Persero). Pembayaran tersebut dapat dilakukan bertahap atau sekaligus, pendanaan PT Kereta Api Indonesia (Persero) dalam pelaksanaan penugasan terdiri dari: Penyertaan Modal Negara; penerusan pinjaman dari Pinjaman Pemerintah yang berasal dari luar negeri dan/atau dalam negeri; penerbitan obligasi oleh PT Kereta Api Indonesia (Persero) yang mendapat Jaminan Pemerintah; pinjaman dari lembaga keuangan, termasuk lembaga keuangan multilateral; dan/atau pendanaan lainnya (Perpres No. 49 Tahun 2017).

Sebagai realisasi dari Perpres tersebut, PT Kereta Api Indonesia (Persero) memperoleh dana dari tambahan Penyertaan Modal Negara (PMN) sebesar Rp2 triliun dan realokasi PMN Tahun 2015 sebesar Rp2 triliun dan sisanya direncanakan pada tahun mendatang sehingga tercapai tambahan PMN dengan total Rp8,6 triliun kepada PT Kereta Api Indonesia (Persero). Dari situ, PT Kereta Api Indonesia (Persero) akan mampu menghimpun dana pinjaman

mencapai Rp25,8 triliun (liputan6.com, 2017).

Sementara itu, pembangunan Prasarana Kereta Api Ringan atau *Light Rail Transit* Terintegrasi di Wilayah Jakarta, Bogor, Depok, dan Bekasi dibagi menjadi dua Fase. Fase pertama terdiri dari Lintas Pelayanan Cawang–Cibubur; Lintas Pelayanan Cawang–Kuningan–Dukuh Atas; dan Lintas Pelayanan Cawang–Bekasi Timur. Sedangkan Fase kedua terdiri dari Lintas Pelayanan Dukuh Atas –Senayan; Lintas Pelayanan Cibubur–Bogor; dan Lintas Pelayanan Palmerah–Grogol. Penyelesaian pembangunan fase pertama direncanakan pada Mei 2019.

Dalam proses percepatan pembangunan prasarana tersebut, Pemerintah telah memutuskan untuk menggunakan pendanaan melalui PT Kereta Api Indonesia yang akan dibayarkan melalui skema *percentage of completion* selama enam bulanan. Selain itu, dalam hal pengembalian pinjaman, pemerintah akan mengandalkan penerimaan dari pengembangan *Transit Oriented Development* (TOD). Pemerintah pun akan memberikan subsidi dalam jangka waktu 12 tahun (liputan6.com, 2017). Pendanaan yang dilakukan oleh pemerintah terhadap proyek *Light Rail Transit* dengan melibatkan PT Kereta Api Indonesia tentunya memiliki dampak terhadap PT Adhi Karya (Persero) Tbk.

Dalam hal pendanaan yang melibatkan pemerintah dengan bentuk *Public Private Partnership* yang dikenal sebagai Kerja sama Pemerintah dengan Badan Usaha, terdapat pilihan pendanaan, antara lain: *Availability Payment*, *Deferred Payment*, Penyertaan Modal Negara, dan *Corporate Financing*. *Availability Payment* merupakan pembayaran secara berkala oleh Menteri/ Kepala Lembaga/ Kepala Daerah kepada badan usaha atas tersedianya layanan infrastruktur yang sesuai dengan kualitas dan/atau kriteria sebagaimana ditentukan dalam perjanjian Kerja sama Pemerintah dan Badan Usaha. Sementara *Deferred Payment* merupakan pengaturan pinjaman dengan peminjam diperbolehkan untuk mulai melakukan pembayaran pada waktu tertentu di masa depan.

Selain *Availability Payment* dan *Deferred Payment*, terdapat skema lain yakni Penambahan Penyertaan Modal Negara (PMN), yaitu pemisahan kekayaan negara dari Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara atau penetapan cadangan perusahaan atau sumber lain untuk dijadikan sebagai modal BUMN dan/atau Perseroan Terbatas lainnya, dan dikelola secara korporasi. Dari penambahan penyertaan modal negara tersebut, diharapkan perseroan yang disuntik modalnya dapat me-leverage kemampuan berhutang yang nantinya digunakan untuk pendanaan suatu proyek investasi. Mekanisme pendanaan dengan menggunakan balance sheet korporasi disebut *corporate financing*.

Berdasarkan pilihan pendanaan tersebut, penelitian ini akan menganalisa pilihan pendanaan terbaik bagi PT Adhi Karya (Persero) Tbk. dengan mengacu pada kinerja tahun 2015 hingga 2017, dan proyeksi tahun 2018 serta 2019. Oleh sebab itu, penelitian ini mengambil topik mengenai Analisis Dampak Pendanaan Konstruksi Proyek Pembangunan Prasarana *Light Rail Transit* Jabodebek (Studi Kasus: PT Adhi Karya (Persero) Tbk.).

TINJAUAN TEORITIS

Corporate Finance

Menurut Damodaran (2010), pendanaan dan pembiayaan pada suatu perusahaan atau biasa disebut sebagai *Corporate finance* terdiri atas 3 (tiga) prinsip, antara lain:

1. Prinsip Investasi, yaitu suatu perusahaan akan investasi pada suatu aset maupun proyek yang menghasilkan *return* yang lebih besar dari minimal *hurdle rate*.
2. Prinsip Pendanaan, yaitu suatu perusahaan dapat memilih kombinasi antara hutang dan ekuitas perusahaan agar dapat memaksimalkan *value* dari investasi yang dilakukan.
3. Prinsip Dividen: apabila tidak ada investasi yang menarik, perusahaan dapat mengembalikan kas kepada pemilik bisnis, misalnya membayar dividen yang dilakukan oleh perusahaan terbuka.

Tabel 1 Perbedaan antara *Corporate Financing* dan *Project Financing*

Faktor	<i>Corporate Financing</i>	<i>Project Financing</i>
Korporasi	Sudah ada perusahaan dan menjalankan berbagai usaha	Entitas dengan tujuan khusus
Modal	Tidak ada Batasan	Terbatas hanya sepanjang proyek dilakukan
Pemberian dividen	Adanya hak untuk mengambil keputusan agar bebas dari pemberi pinjaman atau investor	Bersifat pasti dan ditentukan di awal
Investasi Modal	Tidak diketahui oleh kreditor	Diketahui oleh kreditor
Struktur Pembiayaan	Dapat direplikasi	Direkam secara khusus dan hanya untuk proyek tersebut

Faktor	Corporate Financing	Project Financing
Biaya Transaksi	Lebih murah	Cukup mahal karena risiko jangka Panjang
Alat Ukur Layak Kredit	Finansial perusahaan tersebut, seperti melalui neraca (<i>balance sheet</i>) dan arus kas (<i>cash flow</i>)	Kelayakan teknis dan ekonomis, fokus khusus kepada aset proyek dan proyeksi arus kas yang dapat dihasilkan proyek

(Sumber: Hanzel, 2017)

Rights Issue

Rights Issue disebut pula sebagai Penawaran Umum melalui Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu. Dalam membeli saham *Rights Issue*, pemegang saham berhak membeli apabila memiliki atau memegang saham perusahaan hingga batas *cum date*. *Rights Issue* memiliki dua jenis, yaitu hak yang diberikan untuk membeli saham baru bagi pemegang saham perusahaan (dengan HMETD) dan saham baru hanya ditawarkan kepada pihak tertentu (non-HMETD). Tujuan *Rights Issue* bagi perusahaan adalah meningkatkan jumlah modal yang dapat dipakai untuk meningkatkan produksi, melakukan inovasi, atau mengakuisisi perusahaan lain. Selain itu, adanya *Rights Issue* juga dapat digunakan perusahaan untuk melunasi hutang yang dimiliki oleh perusahaan. Sementara, dampak dari adanya *Rights Issue* adalah meningkatnya kinerja keuangan perusahaan (pusatis.com, 2015).

Penyertaan Modal Negara (PMN)

Dana yang diperoleh dari Pemerintah untuk mekanisme *Rights Issue* diperoleh dalam bentuk penambahan Penyertaan Modal Negara atau yang biasa disingkat menjadi PMN. Penyertaan Modal Negara adalah pemisahan kekayaan negara dari Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara atau penetapan cadangan perusahaan atau sumber lain untuk dijadikan sebagai modal BUMN dan/atau Perseroan Terbatas lainnya, dan dikelola secara korporasi (Pasal 1 Angka 7 PP No. 44 Tahun 2005).

Availability Payment

Pembayaran Ketersediaan Layanan (*Availability Payment*) adalah pembayaran secara berkala oleh Menteri/ Kepala Lembaga/ Kepala Daerah kepada badan usaha atas tersedianya layanan infrastruktur yang sesuai dengan kualitas dan/atau kriteria sebagaimana ditentukan dalam perjanjian Kerja sama Pemerintah dan Badan Usaha. Tujuan dari *Availability Payment* adalah memberikan kualitas pelayanan publik yang baik dengan meminimalisir beban

keuangan sektor publik. Dalam skema ini, Badan Usaha akan menanggung biaya pendanaan proyek infrastruktur, termasuk didalamnya biaya konstruksi dan biaya operasi dan pemeliharaan proyek selama masa konsesi (Putra, 2015). Dengan skema *Availability Payment*, pihak investor yang merupakan badan usaha akan mendanai dan mengerjakan sebuah proyek infrastruktur dan investasinya akan dibayar kembali oleh pihak pemerintah setelah proyek itu rampung atau beroperasi dan memberikan pelayanan kepada masyarakat.

Deferred Payment

Deferred Payment adalah pengaturan pinjaman dengan peminjam diperbolehkan untuk mulai melakukan pembayaran pada waktu tertentu di masa depan. Pembayaran yang ditangguhkan sering digunakan dalam pengaturan, yakni seseorang membeli dan menerima barang dengan komitmen untuk mulai melakukan pembayaran di masa mendatang (Alonso-Conde, Brown, dan Rojo-Suarez, 2007). *Deferred Payment* diartikan pula bilamana suatu proyek didanai dengan cara penangguhan pembayaran sesuai dengan perjanjian yang disepakati antara *project owner* atau investor dengan institusi keuangan sebagai pemberi pinjaman.

Rumusan Masalah

Berdasarkan kepada uraian latar belakang di atas, identifikasi masalah untuk penelitian mengenai pendanaan Proyek Pembangunan Prasarana Kereta Api Ringan atau *Light Rail Transit* Terintegrasi di wilayah Jakarta, Bogor, Depok, dan Bekasi, yaitu pilihan pendanaan terbaik bagi PT Adhi Karya (Persero) Tbk. dalam menyelesaikan proyek *Light Rail Transit* Terintegrasi di wilayah Jakarta, Bogor, Depok dan Bekasi melalui *Availability Payment*, *Deferred Payment*, pemberian Penyertaan Modal Negara (PMN) dan menggunakan hutang di BUMN lain (PT Kereta Api Indonesia (Persero)) serta dampaknya terhadap PT Adhi Karya (Persero) Tbk. Untuk mempertajam identifikasi masalah, pertanyaan penelitian yang diajukan dalam penelitian ini, yaitu:

1. Bagaimana dampak pendanaan konstruksi proyek pembangunan prasarana LRT Jabodebek menggunakan skema *Availability Payment*, *Deferred Payment*, dan *Corporate Financing* melalui Penyertaan Modal Negera terhadap kinerja keuangan PT Adhi Karya (Persero) Tbk.?
2. Apa alternatif pendanaan yang memberikan dampak terbaik untuk kinerja keuangan PT Adhi Karya (Persero) Tbk.?

Tujuan Penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk:

1. Mengetahui dampak pendanaan dengan skema *Availability Payment*, *Deferred Payment*, *Corporate Financing* melalui Penyertaan Modal Negara (PMN) untuk Pembangunan Prasarana Kereta Api Ringan atau *Light Rail Transit* Terintegrasi di Wilayah Jakarta, Bogor, Depok, dan Bekasi terhadap kinerja keuangan PT Adhi Karya (Persero) Tbk.
2. Mencari skema terbaik bagi kinerja keuangan PT Adhi Karya (Persero) Tbk. dari pendanaan melalui *Availability Payment*, *Deferred Payment*, *Corporate Financing* melalui Penyertaan Modal Negara (PMN).

METODE PENELITIAN

Komponen dalam sebuah penelitian adalah metode penelitian. Pada karya akhir ini, peneliti menggunakan jenis penelitian kualitatif. Menurut Creswell (1998), penelitian kualitatif adalah penelitian secara interpretatif dengan melibatkan peneliti secara langsung. Jenis penelitian ini digunakan peneliti untuk memahami konteks dari suatu permasalahan. Penelitian ini diawali dengan sebuah asumsi, cara pandang, penerapan teori yang sesuai dan menyelidiki mengenai suatu masalah sehingga dapat memberikan informasi mengenai tindakan serta perkataan orang yang berkaitan dengan permasalahan yang ingin diteliti. Penelitian ini difokuskan kepada metode studi.

Dalam penelitian kualitatif, hal yang digunakan adalah *single case study* melalui *research protocol* untuk mengecek *variability*, konsistensi, dan sebagainya. Selain itu, dalam penelitian kualitatif dengan teknik *single case study*, terdapat tujuan penelitian (*objective*). Guna mencapai tujuan tersebut, hal-hal yang biasa dilakukan adalah melakukan wawancara dan menganalisa data historis. Menurut Yin (2009), metode studi adalah metode penelitian yang berfokus pada fenomena masa kini dan hanya memiliki sedikit peluang atas peristiwa yang akan diteliti. Biasanya metode studi ini memiliki pokok pertanyaan yang berkaitan dengan bagaimana (*how*) dan mengapa (*why*).

Pada penelitian ini, peneliti menggunakan teknik triangulasi dalam mengumpulkan data. Menurut Robert (2007), teknik ini bertujuan untuk membandingkan data dan informasi dari berbagai sumber dengan teori yang relevan. Jenis data yang digunakan terbagi menjadi dua. Pertama adalah data primer yang diperoleh peneliti secara langsung guna menjawab permasalahan serta tujuan dari penelitian (Maholtra, 2007).

Kedua adalah data sekunder yang diperoleh peneliti secara tidak langsung untuk menunjang data primer. Sumber data sekunder dapat diperoleh dari sumber internal yaitu data dari perusahaan serta sumber eksternal sebagai gambaran tambahan dan pelengkap bagi peneliti dalam menjawab permasalahan yang ada. Adapun kedua jenis data tersebut dapat diperoleh melalui Studi Dokumentasi.

HASIL PENELITIAN

Skema *Availability Payment*

Analisis Neraca dengan Skema *Availability Payment*

Pada skema *Availability Payment*, selama fase konstruksi LRT Jabodebek terjadi pertumbuhan majemuk total aset sebesar 25,6%, sehingga total aset ADHI diproyeksikan bertumbuh tinggi menjadi Rp41,7 triliun di tahun 2019. Pertumbuhan aset ini diakibatkan oleh pertumbuhan piutang usaha pekerjaan LRT Jabodebek sebesar 46,3% dari Rp6,4 triliun di tahun 2015 menjadi Rp29,4 triliun di tahun 2019.

Besarnya piutang usaha yang tidak dibayar hingga 2019 membuat utang bank dan obligasi ADHI membengkak, dari Rp3,1 triliun di tahun 2015 menjadi Rp10,8 triliun di tahun 2019. Selain menggunakan utang bank dan obligasi, ADHI juga menggunakan fasilitas *non-cash loan* yang dimilikinya dalam bentuk *supply chain financing* dengan porsi 80% karena pembayaran menggunakan *Availability Payment* diasumsikan memiliki risiko rendah bagi subkon karena terdapat pembayaran oleh Pemerintah melalui APBN.

Pada tahun 2020 ADHI sudah mulai menerima pembayaran dari Pemerintah, tercermin dari posisi kas sebesar Rp4,2 triliun di tahun 2019. Selain itu, pada periode 2020-2024, piutang usaha ADHI berangsur-angsur menurun sebesar 8,1% dari Rp29,4 triliun di tahun 2020 menjadi Rp21,0 triliun di tahun 2024. Adapun aset lancar lain meningkat karena setelah konstruksi LRT Jabodebek selesai, ADHI lebih gencar dalam mengembangkan bisnis propertinya, terutama properti berbasis TOD.

Analisis Laba Rugi dengan Skema *Availability Payment*

Laju pertumbuhan majemuk tahunan untuk beban bunga diprediksi sebesar 102,6%, dari Rp137 miliar di tahun 2015 menjadi Rp2,2 triliun di tahun 2019. Angka tersebut jauh lebih besar daripada pertumbuhan majemuk tahunan EBIT yang hanya 11,6%. Hal ini menunjukkan bahwa meskipun

pendapatan usaha ADHI meningkat cukup signifikan pada tahun 2019 bila dibandingkan dengan tahun 2015, akan tetapi pendanaan proyek tersebut dengan menggunakan skema *Availability Payment* tidak mendukung *bottom line* ADHI.

Pada tahun 2020 ketika LRT Jabodebek mulai beroperasi, ADHI memperoleh pendapatan bunga sebesar Rp40 miliar melalui pembayaran PT KAI (Persero) kepada ADHI dikarenakan adanya pembayaran atas *Interest During Construction* pada tahun tersebut. Dan pada tahun tersebut juga ADHI berhasil meningkatkan laba bersihnya dari yang sebelumnya negatif Rp1,4 triliun di tahun 2019 menjadi Rp1,4 triliun di tahun 2020. Hanya saja, meskipun LRT sudah dibayar, pertumbuhan majemuk tahunan untuk laba bersih diprediksi menurun sebesar 8,2% dari Rp1,4 triliun di tahun 2020 menjadi Rp1,0 triliun di tahun 2024. Hal ini terjadi salah satunya karena proyeksi peningkatan beban bunga ADHI hingga mencapai Rp1,5 triliun di tahun 2024. Salah satu penyebabnya adalah karena ADHI berupaya untuk melunasi seluruh utang LRT yang sebagian adalah utang bank dan obligasi dan terus meningkat seiring dengan meningkatnya perolehan kontrak baru non-LRT ADHI.

Analisis Arus Kas dengan Skema *Availability Payment*

Arus kas dari aktivitas operasi mulai negatif sejak tahun 2016 hingga 2019 karena pembayaran pekerjaan proyek LRT Jabodebek baru akan dibayarkan setelah proyek beroperasi penuh. Arus kas negatif terbesar terjadi pada tahun 2017 dan 2018 karena mayoritas pengerjaan proyek terjadi pada tahun tersebut.

Arus kas dari aktivitas operasi pada periode 2020-2024 berangsur-angsur meningkat setelah dilakukannya pembayaran oleh Pemerintah kepada ADHI. Proyeksi arus kas operasi tertinggi terdapat pada 2024 yaitu sebesar Rp5,1 triliun.

Analisis Rasio dengan Skema *Availability Payment*

Pembayaran yang dilakukan oleh Pemerintah kepada ADHI membuat rasio ADHI pada periode 2020-2024 membaik dibandingkan pada masa konstruksi. Transisi yang signifikan terjadi dari tahun 2019 ke tahun 2020 dimana rasio-rasio profitabilitas meningkat signifikan karena *bottom line* ADHI yang juga meningkat. *Interest coverage* ADHI pun negatif pada tahun 2020 karena adanya pendapatan berbunga dari pembayaran LRT. Secara umum rasio solvabilitas berangsur-angsur membaik karena adanya pembayaran tersebut. Hanya saja *current ratio* ADHI menurun karena meningkatnya utang usaha ADHI.

Skema *Deferred Payment*

Analisis Neraca dengan Skema *Deferred Payment*

Sesuai asumsi, piutang usaha ini baru akan dibayar pasca 2019 ketika LRT sudah beroperasi secara penuh. Besarnya piutang usaha yang tidak dibayar hingga 2019 membuat ADHI menarik bentuk utang berbunga untuk memastikan bahwa pembangunan LRT Jabodebek Fase I agar terus berjalan, dengan diasumsikan pemasok enggan untuk menerima metode pembayaran menggunakan *supply chain financing* dikarenakan pembayaran yang bergantung pada kemampuan pembayaran PT KAI (Persero) sehingga ADHI tidak mampu mengoptimalkan fasilitas *non-cash loan* yang dimilikinya dalam bentuk *supply chain financing* untuk menekan biaya bunga hingga 2019.

Setelah dilakukan pembayaran oleh PT KAI (Persero) pada tahun 2020, piutang usaha ADHI berangsur-angsur membaik, diproyeksikan menurun dari Rp26,9 triliun di tahun 2020 menjadi Rp18,9 triliun di tahun 2024. ADHI juga dapat membayar utangnya yang ditunjukkan dengan penurunan utang bank dan obligasi dari Rp11,0 triliun di tahun 2020 menjadi Rp5,8 triliun di tahun 2024. Adapun peningkatan utang usaha seiring dengan perolehan kontrak baru non-LRT ADHI. Peningkatan ekuitas ADHI yang signifikan terjadi antara tahun 2020 dan 2021, dimana ADHI melakukan IPO untuk anak perusahaannya.

Analisis Laba (Rugi) dengan Skema *Deferred Payment*

Pengerjaan proyek LRT Jabodebek dengan skema *Deferred Payment* hanya memberikan proyeksi dampak positif yang signifikan pada pertumbuhan pendapatan usaha ADHI, yaitu dengan laju pertumbuhan majemuk sebesar 20,1% dari Rp9,3 triliun di tahun 2015 menjadi Rp19,5 triliun di tahun 2019.

Namun, pertumbuhan positif ini tidak terjadi kepada laba bersih yang justru menjadi negatif Rp1,3 triliun di tahun 2018 dibandingkan dengan puncak perolehan laba bersih di tahun sebelumnya, yaitu tahun 2017 sebesar Rp517 miliar. Kemudian proyeksi laba bersih ini terus menurun di tahun 2019 hingga mencapai negatif Rp1,6 triliun. Penyebab utama dari menurunnya laba bersih ini berasal dari beban bunga yang laju pertumbuhan majemuk tahunannya diprediksi sebesar 105,9%, meningkat dari Rp137 miliar di tahun 2015 menjadi Rp2,4 triliun di tahun 2019. Angka tersebut jauh lebih besar daripada pertumbuhan majemuk tahunan EBIT yang hanya 11,6% per tahun.

Pada tahun 2020 ketika LRT Jabodebek mulai beroperasi, ADHI memperoleh pendapatan bunga sebesar Rp1,7 triliun yang diperoleh melalui pembayaran IDC oleh PT KAI (Persero) kepada ADHI. Dan pada tahun tersebut

juga ADHI berhasil meningkatkan laba bersihnya dari yang sebelumnya negatif Rp816 miliar di tahun 2019 menjadi Rp3,2 triliun di tahun 2020. Hanya saja, meskipun LRT sudah dibayar, pertumbuhan majemuk tahunan untuk laba bersih diprediksi menurun sebesar 28,6% dari Rp3,2 triliun di tahun 2020 menjadi Rp821 miliar di tahun 2024. Hal ini terjadi salah satunya karena meningkatnya beban bunga ADHI hingga mencapai Rp1,7 triliun di tahun 2024.

Analisis Arus Kas dengan Skema *Deferred Payment*

Arus kas dari aktivitas operasi mulai negatif sejak tahun 2016 hingga 2019 karena pembayaran pekerjaan proyek LRT Jabodebek baru akan dibayarkan setelah proyek beroperasi penuh. Arus kas negatif terbesar terjadi pada tahun 2018 karena mayoritas penyelesaian proyek LRT terjadi pada tahun tersebut.

Arus kas dari aktivitas operasi pada periode 2020-2024 berangsur meningkat setelah dilakukannya pembayaran oleh PT KAI (Persero) kepada ADHI. Arus kas tertinggi ada pada tahun 2024 yaitu sebesar Rp4,7 triliun.

Analisis Rasio dengan Skema *Deferred Payment*

Secara keseluruhan, rasio profitabilitas, likuiditas dan solvabilitas mengalami penurunan performa yang signifikan, meskipun nilai DER masih berada pada kisaran *covenant* pinjaman bank dan utang obligasi pada 2,75x, namun *Net Profit Margin* dan ROA serta ROE mengalami penurunan hingga bernilai negatif.

Pembayaran yang dilakukan oleh PT KAI (Persero) kepada ADHI membuat rasio ADHI pada periode 2020-2024 membaik dibandingkan pada masa konstruksi. Transisi yang signifikan terjadi dari tahun 2019 ke tahun 2020 dimana rasio-rasio profitabilitas meningkat signifikan karena *bottom line* ADHI yang juga meningkat. *Interest coverage* ADHI pun negatif pada tahun 2020 karena adanya pendapatan berbunga dari pembayaran LRT. Secara umum rasio solvabilitas berangsur-angsur membaik karena adanya pembayaran tersebut. Hanya saja *current ratio* ADHI menurun karena meningkatnya utang usaha ADHI

Skema *Corporate Financing* dan Penambahan Penyertaan Modal Negara (PMN)

Analisis Neraca dengan Skema *Corporate Financing* dan Penambahan Penyertaan Modal Negara (PMN)

Dengan skema PMN ini, ADHI dapat menerima pembayaran dari PT KAI (Persero) lebih cepat dibandingkan dengan skema *Availability Payment* maupun skema *Deferred Payment*. Pada skema *Availability Payment* maupun skema *Deferred Payment*, utang ADHI membengkak karena harus mendanai

pembangunan Proyek LRT Jabodebek Fase I sehingga ADHI tidak dapat mengembangkan bisnisnya melalui investasi dan pengembangan proyek-proyek lain. Dengan demikian, melalui Skema *Corporate Financing* dan Penambahan Penyertaan Modal Negara (PMN) dapat memanfaatkan kas yang masuk dari pembayaran pembangunan Proyek LRT Jabodebek Fase I untuk mengembangkan lini bisnis lainnya.

Seperti yang telah disebutkan sebelumnya, skema ini memberikan kesempatan bagi ADHI untuk mengembangkan lini bisnis lain, misalnya properti maupun investasi. Secara keseluruhan, peningkatan pada setiap akun pada neraca ADHI terjadi seiring dengan perkembangan bisnis ADHI. Peningkatan ekuitas ADHI dari tahun ke tahun, terutama dari tahun 2019 ke 2020 yaitu dari Rp10,1 triliun menjadi Rp14,9 triliun, tahun 2020 ke 2021 yaitu dari Rp14,9 triliun menjadi Rp17,2 triliun dan 2023 ke 2024 yaitu dari Rp21,4 triliun menjadi Rp24,1 triliun merupakan wujud dari aktivitas IPO dari anak-anak perusahaan ADHI. Semakin meningkatnya ekuitas ADHI maka kemampuan ADHI untuk *leverage* utang pun semakin besar, sehingga ADHI memiliki kesempatan lebih dalam mendapatkan proyek-proyek dengan nilai kontrak yang tinggi.

Analisis Laba (Rugi) dengan Skema *Corporate Financing* dan Penambahan Penyertaan Modal Negara (PMN)

Pengerjaan proyek LRT Jabodebek memberikan dampak yang signifikan pada pertumbuhan pendapatan usaha. Hal ini dapat dilihat dari pertumbuhan majemuk pendapatan usaha selama tahun 2015-2019 sebesar 20,1% dari Rp9,3 triliun di tahun 2015 menjadi Rp19,5 triliun di tahun 2019. Laba proyek juga mengalami peningkatan yang signifikan selama pengerjaan proyek LRT Jabodebek Fase I. Hal ini dapat dilihat dari pertumbuhan majemuk laba proyek selama tahun 2015-2019 sebesar 35,8% dari Rp975 miliar di tahun 2015 menjadi Rp3.315 miliar di tahun 2019. Peningkatan juga terjadi pada laba bersih selama pengerjaan proyek LRT Jabodebek Fase I. Hal ini dapat dilihat dari perolehan laba bersih selama tahun 2015-2019 dari Rp465 miliar di tahun 2015 menjadi Rp1.290 miliar di tahun 2019.

Pendapatan usaha ADHI diprediksi meningkat dengan laju pertumbuhan majemuk tahunan sebesar 22,4%, dari Rp25.5 triliun di tahun 2020 menjadi Rp57,2 triliun di tahun 2024. Ini diikuti dengan prediksi meningkatnya laba bersih ADHI, yaitu dari Rp2,1 triliun di tahun 2020 menjadi Rp3,9 triliun di tahun 2024 dengan laju pertumbuhan majemuk tahunan sebesar 16,2%. Peningkatan yang signifikan ini juga dikarenakan ADHI sedang mengerjakan proyek LRT Jabodebek fase 2.

Analisis Arus Kas dengan Skema *Corporate Financing* dan Penambahan Penyertaan Modal Negara (PMN)

Sejalan dengan meningkatnya ekuitas serta kemampuan *leverage* ADHI, ADHI berhasil mengembangkan usahanya dengan memperoleh proyek-proyek dengan nilai kontrak yang tinggi. Salah satunya ditunjukkan dari arus kas operasi di tahun 2021 yang diprediksi nilainya sebesar negatif Rp2,5 triliun dikarenakan aktivitas operasional ADHI, termasuk proyek LRT Jabodebek fase 2, sementara di tahun berikutnya ADHI berhasil memperoleh pembayaran dari beberapa proyek yang diperoleh tersebut.

Analisis Arus Kas dengan Skema *Corporate Financing* dan Penambahan Penyertaan Modal Negara (PMN)

Pada rasio profitabilitas, pembangunan proyek LRT Jabodebek Fase I memberi dampak positif salah satunya kepada *net profit margin*. Rata-rata nilai *net profit margin* selama periode 2015-2019 mengalami peningkatan yaitu senilai 7,3%.

Berdasarkan rasio likuiditas, pengerjaan proyek LRT Jabodebek tidak memberi dampak signifikan kepada *current ratio*. Rata-rata nilai likuiditas rasio selama periode 2015-2019 masih diatas 1 yaitu senilai 1,4x pada *current ratio*.

Kemudian pada rasio solvabilitas, pembangunan proyek LRT Jabodebek Fase I belum dibayar oleh PT KAI (Persero) hingga akhir 2017, itu sebabnya DER dan *Net Gearing* ADHI meningkat di 2017. Akan tetapi, dengan dibayarnya pembangunan proyek LRT Jabodebek Fase I pada tahun 2018, DER dan *Net Gearing* kembali turun pada tahun-tahun berikutnya.

PEMBAHASAN

Dampak Skema *Availability Payment* terhadap Kinerja ADHI

Yang dimaksud dengan *Availability Payment* adalah pembayaran atas suatu proyek dilakukan berdasarkan *availability of the services* atau ketersediaan pelayanan. Dengan kata lain, pembayaran proyek baru akan dilakukan pada saat proyek tersebut sudah beroperasi.

Berdasarkan kepada analisis dari dampak skema *Availability Payment* terhadap Kinerja ADHI, berikut adalah poin-poin penting yang perlu dipertimbangkan.

Tabel 2 Skema Availability Payment

Availability Payment	Pemerintah	KAI	ADHI
Pendanaan Konstruksi LRT	Pemerintah tidak perlu menganggarkan APBN secara langsung pada masa konstruksi karena beban APBN dimulai setelah masa operasional.	KAI tidak perlu mengeluarkan biaya atas konstruksi Pembangunan LRT.	ADHI harus mencari sumber pendanaan untuk membiayai konstruksi LRT Jabodebek agar dapat diselesaikan tepat waktu pada tahun 2019 karena pada masa konstruksi ADHI belum memperoleh pembayaran dari Pemerintah.
Pembayaran Proyek LRT	Mekanisme pembayaran dilakukan melalui APBN sehingga memerlukan komitmen jangka panjang dalam perencanaan APBN.	Pada periode 2020 hingga 2024 pendapatan operasional LRT digunakan sepenuhnya untuk pembayaran konstruksi pembangunan LRT. Sehingga KAI harus membiayai beban operasional LRT Jabodebek dari sumber pendanaan lain.	Tahun 2018 dan 2019 diproyeksikan menjadi tahun yang sangat berisiko bagi ADHI, baik dari sisi neraca, laba (rugi), arus kas maupun rasio keuangan karena beban pinjaman akibat belum dilakukan pembayaran atas konstruksi proyek LRT Jabodebek.

Dampak Skema Deferred Payment terhadap Kinerja ADHI

Berdasarkan kepada analisis dari dampak skema *Deferred Payment* terhadap Kinerja ADHI, berikut adalah poin-poin penting yang perlu dipertimbangkan.

Tabel 3. Skema *Deferred Payment*

Deferred Payment	Pemerintah	KAI	ADHI
Pendanaan Konstruksi LRT	Pemerintah tidak perlu menganggarkan APBN karena proyek LRT Jabodebek diasumsikan dibayar oleh PT KAI (Persero).	KAI mengeluarkan biaya atas konstruksi Pembangunan LRT setelah operasional dan dilakukan secara bertahap sesuai perjanjian.	ADHI harus mencari sumber pendanaan untuk membiayai konstruksi LRT Jabodebek agar dapat diselesaikan tepat waktu pada tahun 2019 karena pada masa konstruksi ADHI belum memperoleh pembayaran dari PT KAI (Persero).
Pembayaran Proyek LRT	APBN tidak terbebani karena pendanaan operasional oleh PT KAI (Persero).	Pada periode 2020 hingga 2024 KAI harus membiayai beban operasional LRT Jabodebek dan sekaligus mulai melakukan pembayaran atas konstruksi LRT Jabodebek.	Tahun 2018 dan 2019 diproyeksikan menjadi tahun yang sangat berisiko bagi ADHI, baik dari sisi neraca, laba (rugi), arus kas maupun rasio keuangan karena beban pinjaman akibat belum dilakukan pembayaran atas konstruksi proyek LRT Jabodebek.

Dampak Skema Corporate Financing dan Penambahan Penyertaan Modal Negara (PMN)

Berdasarkan kepada analisis dari dampak skema *Corporate Financing* dan Penambahan Penyertaan Modal Negara (PMN) terhadap Kinerja ADHI, berikut adalah poin-poin penting yang perlu dipertimbangkan.

Tabel 4. Pro dan Kontra Skema Corporate Financing dan Penambahan Penyertaan Modal Negara (PMN)

Pro	Kontra
ADHI lebih cepat mendapatkan pembayaran dari PT KAI (Persero), yaitu dimulai dari tahun 2018	Pembayaran bergantung kepada kapan Pemerintah akan menurunkan PMN kepada PT KAI (Persero)
Pembayaran yang lebih cepat diperoleh dibanding dua skema lainnya ini membuat ADHI dapat mengembangkan lini bisnis lainnya seiring dengan meningkatnya ekuitas dan kemampuan <i>leverage</i> ADHI	
Pembayaran bergantung kepada kemampuan ADHI sendiri, yaitu sesuai dengan progres yang dilakukan	

Kesimpulan

Terdapat tiga alternatif pembiayaan kepada PT Adhi Karya (Persero) Tbk. atas pengerjaan proyek konstruksi pembangunan prasarana LRT Jabodebek yang terdiri dari *Availibility Payment*, *Deferred Payment*, dan Skema *Corporate Financing* melalui Penyertaan Modal Negara (PMN). Berdasarkan hasil analisis dan paparan data kinerja yang ada, maka dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut:

1. Untuk proyek pembangunan prasarana LRT Jabodebek dengan masa konstruksi hingga 2019 menggunakan skema *Availibility Payment* dan *Deferred Payment* akan terjadi peningkatan hutang berbunga yang signifikan hingga periode 2024 dibandingkan dengan menggunakan skema *Corporate Financing* melalui Penyertaan Modal Negara (PMN). Dengan adanya peningkatan hutang berbunga maka pada skema *Availibility Payment*, ADHI mengalami kerugian di tahun 2018 dan pada skema *Deferred Payment* ADHI mengalami kerugian di tahun 2018 dan 2019. Sedangkan dengan menggunakan skema *Corporate Financing* melalui Penyertaan Modal Negara (PMN), ADHI mengalami pertumbuhan laba.
2. Skema terbaik bagi kinerja keuangan ADHI adalah skema *Corporate Financing* melalui PMN karena adanya pembayaran pada masa konstruksi sehingga mampu mengoptimalkan fasilitas *supply chain*

financing untuk proyek LRT Jabodebek yang berdampak pada rendahnya beban hutang berbunga yang akhirnya berkontribusi pada pertumbuhan laba bersih ADHI hingga tahun 2019.

Saran

Berdasarkan hasil analisis data yang dilakukan, penulis mengajukan saran sebagai berikut:

1. Bagi Perusahaan
Alternatif pendanaan proyek pembangunan prasarana LRT Jabodebek yang memberikan dampak terbaik bagi kinerja ADHI adalah dengan menggunakan skema *Corporate Financing* melalui Penyertaan Modal Negara (PMN). Hal ini dikarenakan terdapatnya kepastian pembayaran yang lebih tinggi sehingga risiko beban bunga yang dihadapi ADHI lebih rendah sehingga mampu memberikan dampak laba yang tetap bertumbuh.
2. Bagi Akademisi
Ketiga skema pendanaan proyek pembangunan prasarana LRT Jabodebek beserta hasil proyeksi dan asumsinya diharapkan memberikan tambahan wawasan akademik. Masih ada banyak model pendanaan proyek yang dapat dievaluasi lebih mendalam.
3. Bagi Pemerintah
Hasil analisis dari ketiga skema pendanaan konstruksi proyek pembangunan prasarana LRT Jabodebek, hasil terbaik merupakan penggunaan *Corporate Financing* melalui penambahan Penyertaan Modal Negara (PMN). Hal ini dapat menjadi acuan dalam alternatif pendanaan konstruksi proyek infrastruktur Pemerintah di masa yang akan datang.

Daftar Referensi

- Ayturk, Y. (2017). The effects of government borrowing on corporate financing: Evidence from Europe. *Finance Research Letters*, 20, 96-103.
- Babich, V., & Tang, C. S. (2012). Managing opportunistic supplier product adulteration: Deferred payments, inspection, and combined mechanisms. *Manufacturing & Service Operations Management*, 14(2), 301-314.
- Chauhan, G. S. (2017). Corporate financing and deleveraging of firms in India. *IIMB Management Review*, 29(3), 170-187.

- Chirkunova, E. K., Kireeva, E. E., Kornilova, A. D., & Pschenichnikova, J. S. (2016). Research of instruments for financing of innovation and investment construction projects. *Procedia Engineering*, 153, 112-117.
- Coyle, L. (2016). Long-term care: Deferred payment agreements explained. *Professional Adviser*, 22–23.
- Damodaran, A. (2010). *Applied corporate finance*. John Wiley & Sons.
- Dang, C., Li, Z. F., & Yang, C. (2018). Measuring firm size in empirical corporate finance. *Journal of Banking & Finance*, 86, 159-176.
- Flannery, M. J., & Hankins, K. W. (2013). Estimating dynamic panel models in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, 19, 1-19.
- Ferbrache, F., & Knowles, R. D. (2017). City boosterism and place-making with light rail transit: A critical review of light rail impacts on city image and quality. *Geoforum*, 80, 103-113.
- Gangwar, R., & Raghuram, G. (2015). Framework for structuring public private partnerships in railways. *Case Studies on Transport Policy*, 3(3), 295-303.
- Gatti, S. (2013). *Project finance in theory and practice: designing, structuring, and financing private and public projects*. Academic Press.
- Goldstein, I., & Hackbarth, D. (2014). Corporate finance theory: Introduction to special issue.
- Harsasto, P. (2012). Desentralisasi dan Kerjasama Pemerintah-Swasta. In *Forum* (Vol. 40, No. 1, pp. 1-6).
- Hensher, D. A., Ho, C., & Mulley, C. (2015). Identifying resident preferences for bus-based and rail-based investments as a complementary buy in perspective to inform project planning prioritisation. *Journal of Transport Geography*, 46, 1-9.
- Hurst, N. B., & West, S. E. (2014). Public transit and urban redevelopment: The effect of light rail transit on land use in Minneapolis, Minnesota. *Regional Science and Urban Economics*, 46, 57-72.
- Jiang, F., Jiang, Z., & Kim, K. A. (2017). Capital markets, financial institutions, and corporate finance in China. *Journal of Corporate Finance*.
- JICA Technical Assistance. (2017). <http://www.anggaran.depkeu.go.id/dja/edef-konten-view.asp?id=1288>. Diakses pada 19 Mei 2018 pukul 13.10 WIB.
- Locatelli, G., Invernizzi, D. C., & Brookes, N. J. (2017). Project characteristics and performance in Europe: An empirical analysis for large transport infrastructure projects. *Transportation Research Part A: Policy and Practice*, 98, 108-122.

- Love, P. E., Ahiaga-Dagbui, D., Welde, M., & Odeck, J. (2017). Light rail transit cost performance: Opportunities for future-proofing. *Transportation Research Part A: Policy and Practice*, 100, 27-39.
- Miglo A. (2016) Corporate Capital Structure vs. Project Financing. In: Capital Structure in the Modern World. Palgrave Macmillan, Cham.
- Mladenovic, G., & Queiroz, C. (2014). Assessing the Financial Feasibility of Availability Payment PPP Projects. In *T&DI Congress 2014: Planes, Trains, and Automobiles* (pp. 602-611).
- Muradoğlu, Y. G., Onay, C., & Phylaktis, K. (2014). European integration and corporate financing. *International Review of Financial Analysis*, 33, 138-157.
- Nidziy, E. (2017, October). Financing the construction of transport infrastructure as the basis for sustainable development of the regional economy. In *IOP Conference Series: Earth and Environmental Science* (Vol. 90, No. 1, p. 012172). IOP Publishing.
- Pratap K.V., Chakrabarti R. (2017) Financing Infrastructure. In: Public-Private Partnerships in Infrastructure. India Studies in Business and Economics. Springer, Singapore.
- Prieto, B. (2009). Yours, Mine and Ours: Risk and Risk Allocation in Public Private Partnerships. *PM World Today*, 1-20.
- PT Pamintori Cipta, PT LAPI ITB dan Pusat Studi Transportasi dan Logistik Universitas Gadjah Mada. 2012. Light Rail Transit (LRT) Jakarta Link Transportation: Resume Study Demand. Indonesia
- Renzetti, M. (2015). Corporate Finance: Financial Control.
- Richard Morgan. (2013). *Deferred Payment Work*. <http://smallbusiness.chron.com/deferred-payment-work-13950.html>. Diakses pada 19 Mei 2018 pukul 21.35 WIB.
- Riemann, S., & Spang, K. (2014). Application of Contractor's Knowledge in Public Financed Infrastructure Projects in Germany. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 119, 202-209.
- Ross, W. Jordan. (2006). Essentials of Corporate Finance.
- Rui, H., & Lai, G. (2015). Sourcing with deferred payment and inspection under supplier product adulteration risk. *Production and Operations Management*, 24(6), 934-946.
- Sandborn, P., Kashani-Pour, A. R., Zhu, X., & Cui, Q. (2014). A New Availability-Payment Model for Pricing Performance-Based Logistics Contracts.
- Sharma, D., & Cui, Q. (2012). Design of concession and annual payments for availability payment public private partnership (PPP) projects.

- In *Construction Research Congress 2012: Construction Challenges in a Flat World* (pp. 2290-2299).
- Solana, E. F. O. (2014). Public private not-for-profit partnerships: Delivering public services to developing countries. *Procedia Engineering*, 78, 259-264.
- Soumaré, I. (2016). An analysis of government loan guarantees and direct investment through public-private partnerships. *Economic Modelling*, 59, 508-519.
- Subramanian, K. V., & Tung, F. (2016). Law and project finance. *Journal of Financial Intermediation*, 25, 154-177.
- Susantono, B., & Berawi, M. A. (2012). Perkembangan Kebijakan Pembiayaan Infrastruktur Transportasi Berbasis Kerjasama Pemerintah Swasta di Indonesia. *Jurnal Transportasi*, 12(2).
- World Economic Forum. (2016). *Global Competitiveness Index 2016-2017*.
<https://www.bareksa.com/id/text/2015/04/07/apa-itu-right-issue-apa-konsekuensinya-apakah-menguntungkan-bagi-investor/10050/saham>, diakses pada 19 Mei 2018 pukul 12.15 WIB.
- <http://www.saham-indonesia.com/index.php/artikel-pemula/49-right-issue-hmetd>. Diakses pada 19 Mei 2018 pukul 12.20 WIB.
- <https://jakarta.bps.go.id/linkTabelStatis/view/id/136>, diakses pada 12 November 2017 pukul 13.20 WIB.
- www.jasamarga.co.id, diakses pada 12 November 2017 pukul 13.45 WIB.
- <http://ekonomi.metrotvnews.com/read/2015/06/15/136557/hutama-karya-adhi-karya-raih-pmn-rp5-triliun>, diakses pada 1 Juli 2017 pukul 13.50 WIB.