Socius: Jurnal Penelitian Ilmu-Ilmu Sosial
Volume 4, Issue 3, October 2026, p 788-799
E-ISSN: 3025-6704
DOI: https://doi.org/10.5281/zenodo.24345493

Transformasi Korporasi Perusahaan Konstruksi Milik Negara di Era Danantara: Penguatan Bisnis Inti, Perbaikan Neraca, dan Konsolidasi

Corporate Transformation of State-Owned Construction Companies in the Danantara Era: Strengthening Core Businesses, Balance Sheet Improvement, and Consolidation

Obo Pulih Budilaksono[1]
[1]Peneliti Independen, Semarang, Indonesia
ORCID: https://orcid.org/0009-0003-3835-8243

ARTICLE INFO
Article history:
Received 28 September 2026
Revised 8 October 2026
Accepted 15 October 2026
Available online 30 October 2026

Keywords
corporate transformation; core business strengthening; Danantara; state-owned construction enterprises; value creation

This is an open access article under the CC BY-SA license.
Copyright © 2026 by Author. Published by Yayasan Daarul Huda

ABSTRACT

Purpose: This study analyzes the corporate transformation of four state-owned construction enterprises, Adhi Karya, PP, Wijaya Karya, and Waskita Karya, within Danantara's portfolio agenda over 2018–2025. Methodology: The design is a qualitative multiple-case study. The primary evidence is audited annual reports and financial statements. Media reports are used only for policy statements and Indonesia Stock Exchange actions. Unaudited nine-month 2026 statements are discussed separately and are not entered into the annual comparison. Findings: Strategic narratives shifted from infrastructure expansion toward core-business strengthening before the large 2025 losses were recognized. From their peaks, revenue fell by 35–82 percent and total equity by 64–91 percent. Equity attributable to parent owners was already negative at Wijaya Karya and Waskita Karya. The cross-case comparison suggests two interpretations, a clean-up path and an accumulation path, consistent with Danantara's stated consolidation sequence rather than with a completed merger. All four stocks were suspended after delayed debt-security payments. The September 2026 interims do not show a recovery in value creation. Conclusion: Consolidation is a later stage that requires balance-sheet repair, not an end in itself. The study offers a Danantara-led transformation pathway as a conceptual framework. Value creation and world-class status remain aspirations of the portfolio manager.

ABSTRAK

Tujuan: Penelitian ini menganalisis transformasi korporasi empat badan usaha milik negara (BUMN) konstruksi, yaitu PT Adhi Karya (Persero) Tbk, PT PP (Persero) Tbk, PT Wijaya Karya (Persero) Tbk, dan PT Waskita Karya (Persero) Tbk, dalam agenda portofolio Danantara pada 2018–2025. Metode: Desain yang digunakan adalah studi kasus ganda kualitatif. Data utama berupa laporan tahunan dan laporan keuangan audited. Pemberitaan digunakan hanya untuk pernyataan kebijakan dan tindakan Bursa Efek Indonesia. Laporan interim sembilan bulan 2026 dibahas terpisah dan tidak dimasukkan ke perbandingan tahunan. Temuan: Narasi strategis bergeser dari ekspansi infrastruktur ke penguatan bisnis inti sebelum rugi besar 2025 diakui. Dari puncaknya, pendapatan turun 35–82 persen dan ekuitas total turun 64–91 persen. Ekuitas yang diatribusikan kepada pemilik induk sudah negatif pada Wijaya Karya dan Waskita Karya. Perbandingan lintas kasus memunculkan dua penafsiran, yaitu jalur pembersihan serta jalur akumulasi, yang sejalan dengan urutan konsolidasi yang dinyatakan Danantara, bukan dengan hasil merger. Keempat saham disuspensi karena penundaan pembayaran surat utang. Laporan interim September 2026 tidak menunjukkan pemulihan penciptaan nilai. Kesimpulan: Konsolidasi merupakan tahap lanjut yang mensyaratkan perbaikan neraca, bukan tujuan akhir. Penelitian ini mengajukan jalur transformasi yang dipimpin Danantara sebagai kerangka konseptual. Penciptaan nilai dan korporasi kelas dunia masih berupa aspirasi pengelola portofolio.

PENDAHULUAN

BUMN konstruksi, yang lazim disebut BUMN Karya, menjadi pelaksana utama proyek strategis nasional selama percepatan pembangunan infrastruktur. Keberhasilan pada periode itu diukur dari kontrak baru, pertumbuhan aset, dan perluasan ke jalan tol, properti, energi, serta konsesi. Perusahaan berubah dari kontraktor menjadi kelompok usaha terdiversifikasi. Skala itu tidak dengan sendirinya menghasilkan kinerja yang berkelanjutan. Studi atas tujuh BUMN

*Corresponding Author
Email: obopulih@gmail.com

konstruksi pada 2017–2020 menemukan penurunan kesehatan keuangan berdasarkan Altman Z-Score, dan enam perusahaan berada di zona *financial distress* pada 2020 (Kurniawan & Daryanto, 2022). *Leverage*, khususnya pendanaan jangka pendek, menekan profitabilitas (Wibowo dkk., 2024).

Pada 2023–2025 keempat emiten yang dikaji mengubah bahasa strateginya. Wijaya Karya memakai *Sharpening Focus* dan *Fit for Future*, PP memakai *Core Competence Alignment* dan *Core Excellence*, Adhi Karya memakai *Strengthening Our Core*, dan Waskita Karya memakai *Restructuring and Transformation for Sustainable Business*. Pergeseran ini menguat setelah Danantara Asset Management mengelola portofolio BUMN. Dalam arahan rencana kerja dan anggaran perusahaan (RKAP) 2027, Danantara menyatakan bahwa kinerja tidak lagi diukur dari pertumbuhan aset, melainkan dari penciptaan nilai, pengembalian modal, dan disiplin alokasi (Danantara Asset Management, 2026). Untuk klaster infrastruktur, restrukturisasi dan konsolidasi ditempatkan sebagai fase pertama, bukan sebagai program merger yang berdiri sendiri.

Literatur yang ada banyak membahas *financial distress* dan *leverage* BUMN Karya, tetapi masih sedikit yang menelusuri perubahan strategi korporasi sebagai respons atas tekanan itu, dan belum menghubungkannya dengan agenda Danantara. Penelitian ini mengisi celah tersebut pada empat emiten terdaftar: PT Adhi Karya (Persero) Tbk, PT PP (Persero) Tbk, PT Wijaya Karya (Persero) Tbk, dan PT Waskita Karya (Persero) Tbk. Kontribusi yang diajukan bersifat konseptual dan terbatas pada empat kasus. Kontribusi itu ada dua. Pertama, pembedaan jalur pembersihan dan jalur akumulasi sebagai penafsiran lintas kasus. Kedua, penempatan konsolidasi sebagai tahap bersyarat di dalam jalur yang dipimpin pemilik portofolio, bukan sebagai bukti bahwa nilai sudah tercipta.

Penelitian ini menjawab tiga pertanyaan. Pertama, bagaimana strategi korporasi keempat perusahaan berevolusi pada 2018–2025, dan bagaimana tekanan keuangan menggeser orientasi dari pertumbuhan infrastruktur ke penguatan bisnis inti? Kedua, bagaimana restrukturisasi keuangan dan rasionalisasi portofolio dipakai sebagai instrumen transformasi? Ketiga, bagaimana agenda Danantara berhubungan dengan urutan konsolidasi, dan batas apa yang masih berlaku bagi klaim penciptaan nilai?

TINJAUAN PUSTAKA

Landasan teori

Empat pustaka dipakai sebagai lensa, bukan sebagai model yang diuji secara statistik. Teori *turnaround* menjelaskan tindakan korektif organisasi yang kinerjanya menurun, lazim melalui *retrenchment*, restrukturisasi, pemulihan, dan pembaruan (Robbins & Pearce, 1992; Wruck, 1990). Teori kompetensi inti menyatakan bahwa sumber daya perlu dipusatkan pada kemampuan yang paling sulit ditiru (Prahalad & Hamel, 1990). *Dynamic capability* membedakan *sensing*, *seizing*, dan *transforming* sebagai cara organisasi menanggapi lingkungan yang berubah (Teece dkk., 1997; Teece, 2007). Transformasi korporasi adalah perubahan serentak pada strategi, portofolio, dan sistem penciptaan nilai ketika model lama tidak lagi memadai (Agarwal & Helfat, 2009).

Pada BUMN Karya, restrukturisasi utang, pelepasan aset noninti, dan penguatan bisnis inti dapat dibaca melalui keempat lensa itu. Tambahan yang belum banyak dibahas adalah peran pemilik portofolio. Dalam sampel ini, urutan tindakan tidak hanya dipilih manajemen masing-masing perusahaan, tetapi juga dinyatakan oleh Danantara lintas perusahaan. Literatur *turnaround* pada umumnya mengamati satu organisasi. Kasus ini memungkinkan pembahasan urutan pemulihan di dalam satu portofolio milik negara.

Kerangka portofolio Danantara

Dokumen arah Danantara untuk RKAP 2027 menyebut lima tahap transformasi portofolio: restrukturisasi dan konsolidasi, sumber daya manusia dan budaya, inovasi berbasis teknologi, penciptaan nilai, serta korporasi kelas dunia. Target jangka panjang yang dinyatakan meliputi imbal hasil ekuitas di atas 10 persen, imbal hasil modal diinvestasikan di atas biaya modal rata-rata tertimbang, dan peringkat kredit sekurang-kurangnya BBB (Danantara Asset Management, 2026). Target itu adalah kriteria pemilik portofolio, bukan hasil yang sudah tercapai pada empat kasus. Karena itu, tahap penciptaan nilai dan korporasi kelas dunia dalam model penelitian ini digambar sebagai aspirasi.

Proposisi

Proposisi berikut menuntun pencocokan pola. Proposisi tidak diuji dengan statistik, dan kesesuaian pola tidak sama dengan pembuktian kausal.

Proposisi 1. Strategi pertumbuhan berbasis infrastruktur meningkatkan tekanan keuangan dan kompleksitas organisasi.

Proposisi 2. Tekanan keuangan mendorong *strategic refocusing* ke penguatan bisnis inti.

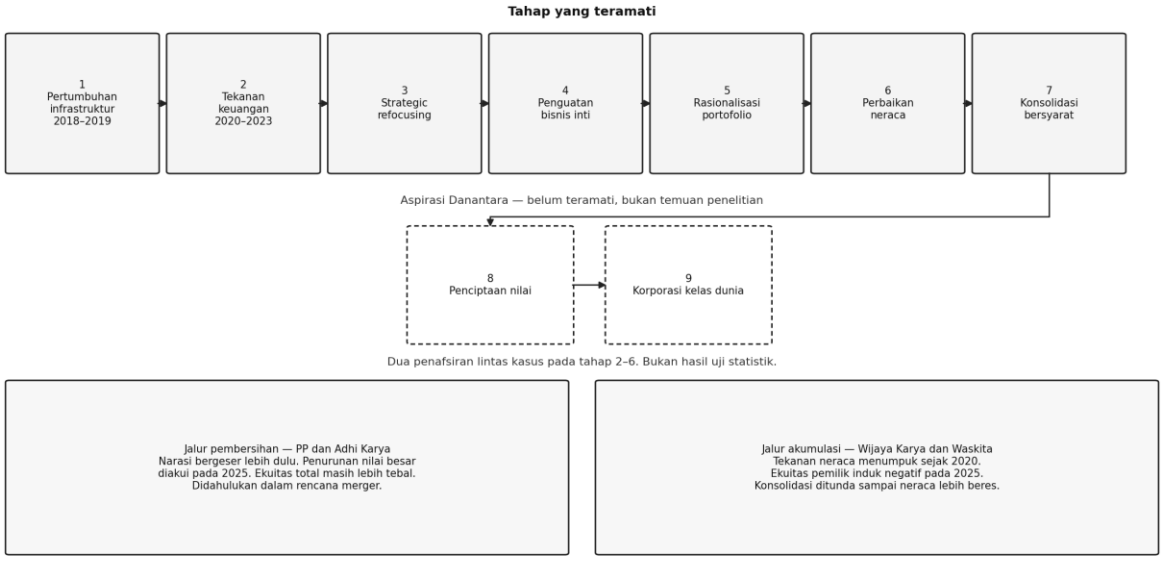
Proposisi 3. Penguatan bisnis inti mendorong rasionalisasi portofolio dan pelepasan aset noninti.

Proposisi 4. Perbaikan neraca merupakan prasyarat konsolidasi, bukan akibat otomatis dari konsolidasi.

Proposisi 5. Konsolidasi yang dipimpin Danantara baru dapat dinilai sebagai langkah menuju penciptaan nilai setelah merger berjalan dan kinerjanya teramati. Pada tanggal batas naskah ini, proposisi tersebut belum dapat dinilai.

Model konseptual

Gambar 1 merangkum proposisi tersebut. Tujuh tahap pertama disusun dari pola 2018–2025 dan dari urutan kebijakan yang dinyatakan sampai awal Oktober 2026. Tahap kedelapan dan kesembilan disalin dari bahasa target Danantara dan diberi batas visual karena belum teramati. Dua jalur di bagian bawah gambar bukan tipe yang saling meniadakan secara hukum, melainkan cara membaca perbedaan kedalaman kerusakan neraca. Keduanya tetap berada di dalam urutan yang sama. Yang berbeda adalah kesiapan masuk ke konsolidasi.



Gambar 1. Jalur transformasi korporasi yang dipimpin Danantara. Tahap 8 dan 9 adalah aspirasi pengelola portofolio, bukan temuan empiris. Kedua jalur adalah penafsiran atas empat kasus.

METODE

Penelitian memakai studi kasus ganda kualitatif untuk menelusuri proses, bukan untuk menguji hubungan kausal (Yin, 2018; Eisenhardt, 1989). Kasus dipilih karena empat perusahaan ini adalah BUMN Karya terdaftar yang menjadi pelaksana proyek strategis, mengalami tekanan keuangan, dan disebut dalam urutan konsolidasi Danantara. Periode 2018–2025 mencakup ekspansi pra-pandemi, tekanan 2020–2023, dan pengakuan rugi pada laporan audited 2025. Tanggal batas peristiwa nonkeuangan adalah 5 Oktober 2026, yaitu saat keempat saham berstatus suspensi. Perkembangan setelah tanggal itu tidak dipakai untuk mengubah kesimpulan tahunan.

Data utama adalah laporan tahunan dan laporan keuangan konsolidasian audited keempat perusahaan. Angka tahun sebelumnya sering disajikan kembali. Tabel memakai angka pada laporan terbaru yang memuat tahun yang bersangkutan, kemudian disusun penulis. Pemberitaan tidak dipakai sebagai sumber laba, aset, atau arus kas tahun 2018–2025. Pemberitaan dipakai untuk tanggal suspensi, isi pengumuman bursa, dan pernyataan pejabat Danantara yang tidak tersedia di laporan keuangan.

Dua definisi ekuitas dipisahkan. Ekuitas total adalah ekuitas konsolidasian, termasuk kepentingan nonpengendali. Ekuitas pemilik induk adalah bagian yang diatribusikan kepada pemilik entitas induk. Rasio total liabilitas terhadap ekuitas dihitung penulis sebagai total liabilitas dibagi ekuitas total pada akhir tahun. Rasio itu tidak dibaca sebagai daya tahan pemegang saham induk apabila ekuitas pemilik induk sudah negatif, karena penyebutnya masih disangga kepentingan nonpengendali. Marjin laba dan imbal hasil ekuitas yang tidak dapat dihitung ulang dari pos laba dan ekuitas yang sama tidak dimasukkan. Pada versi sebelumnya, sebagian rasio Waskita Karya tidak konsisten dengan laba rugi tahun yang sama. Rasio tersebut dihapus, bukan diganti dengan salinan dari tabel rasio laporan tahunan yang memakai rata-rata ekuitas atau definisi laba yang berbeda.

Laporan interim tidak diaudit per 30 September 2026 dibahas di bagian tersendiri. Angka sembilan bulan tidak disetahunkan dan tidak dipakai untuk menghitung penurunan dari puncak. Pendapatan konstruksi tidak merata antarkuartal, sehingga perbandingan dengan tahun penuh menyesatkan.

Analisis dilakukan dalam empat langkah: pembacaan longitudinal tema laporan tahunan, penyusunan indikator keuangan yang definisinya sama lintas perusahaan, perbandingan lintas kasus (Miles dkk., 2014), dan pencocokan pola dengan proposisi (Yin, 2018). Pembacaan tema tidak diklaim sebagai analisis isi dengan uji keandalan antarkoder. Buktinya adalah tema yang memang ditulis perusahaan pada laporan 2023–2025, sebagaimana diringkas di Lampiran. Frasa yang dipakai di hasil adalah “selaras” atau “tidak selaras”, bukan “terbukti”. Validitas dijaga dengan triangulasi laporan keuangan, laporan tahunan, dan pengumuman bursa, serta dengan pemisahan fakta dari penafsiran jalur.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Dari ekspansi ke perubahan narasi

Keempat perusahaan melewati arah yang serupa, dengan kedalaman yang berbeda. Pada 2018–2019 ukuran keberhasilan masih berupa kontrak, aset, dan diversifikasi. Aset Adhi Karya tumbuh dari Rp30,09 triliun pada 2018 menjadi Rp36,52 triliun pada 2019 ketika pendapatan justru stagnan di sekitar Rp15 triliun (PT Adhi Karya, 2018–2025). Waskita Karya pada 2018 mencatat pendapatan Rp48,79 triliun dan aset hak pengusahaan jalan tol Rp40,23 triliun. Wijaya Karya pada 2018 mencatat pendapatan Rp31,16 triliun sebagai grup infrastruktur dan *engineering, procurement, and construction*. PP pada 2018 telah memiliki beberapa lini dan

pendapatan Rp25,12 triliun. Pola ini selaras dengan Proposisi 1: pertumbuhan skala berjalan bersama ketergantungan pada pendanaan eksternal.

Pandemi mempercepat tekanan yang sudah tertanam, berupa perlambatan pembayaran proyek, arus kas yang mengetat, dan beban bunga. Tema laporan kemudian bergeser. Wijaya Karya pada 2022 sudah memakai *Sharpening Focus* bersamaan dengan *reprofiling* utang dan *asset recycling*, lalu pada 2023 menyusun *House of Transformation*. PP, Adhi Karya, dan Waskita menyusul dengan bahasa kompetensi inti, stabilitas, dan keberlanjutan pada 2023–2025 (Tabel A5). Perubahan tema mendahului rugi bersih 2025. Karena itu, tema laporan tidak boleh dibaca sebagai bukti bahwa pemulihan sudah terjadi. Yang dapat dikatakan adalah bahwa *strategic refocusing* sudah dinyatakan. Hal ini selaras dengan Proposisi 2, dengan batas tersebut.

Rugi 2025 sebagai pengakuan, bukan pemulihan

Laporan audited 2025 menunjukkan bahwa transformasi belum menghasilkan laba. Rugi yang diatribusikan kepada pemilik berjumlah Rp25,12 triliun jika keempat perusahaan dijumlahkan (Tabel 1). Komposisi rugi tidak sama, dan perbedaan itulah yang menjadi dasar pembedaan jalur.

Tabel 1. Pendapatan dan rugi pemilik, tahun buku 2025

Perusahaan	Pendapatan (Rp triliun)	Perubahan dari 2024	Rugi pemilik (Rp triliun)
Wijaya Karya	13,33	−30,8%	9,71
PP	16,27	−17,9%	6,08
Adhi Karya	9,67	−27,6%	5,40
Waskita Karya	8,82	−17,6%	3,93

Catatan: Rugi pemilik adalah rugi yang diatribusikan kepada pemilik entitas induk. Perubahan pendapatan dihitung dari pendapatan 2024 dan 2025 pada laporan terbaru. Sumber: laporan keuangan audited 2025 masing-masing perusahaan.

Pada PP, kerugian penurunan nilai mencapai Rp7,35 triliun, jauh di atas Rp0,36 triliun pada 2024, sementara arus kas operasi 2025 masih positif Rp0,92 triliun (PT PP, 2018–2025). Sebagian besar rugi tahun itu lebih dekat pada pembersihan nilai tercatat daripada pada penghentian pendapatan. Pada Adhi Karya, laba usaha masih Rp0,18 triliun, EBITDA yang dilaporkan perusahaan Rp763,8 miliar, dan arus kas operasi Rp1,96 triliun, tetapi rugi pemilik mencapai Rp5,40 triliun. Manajemen mengaitkan rugi itu dengan beban nonoperasi dari langkah penyehatan (PT Adhi Karya, 2018–2025). Pada Wijaya Karya, rugi usaha Rp5,41 triliun datang bersama kenaikan beban lain-lain dan rugi ventura bersama Rp1,44 triliun; arus kas operasi sudah negatif Rp0,35 triliun. Pada Waskita Karya, arus kas operasi negatif Rp0,56 triliun dan ekuitas pemilik induk negatif.

Pola ini sesuai dengan *debt overhang*: hasil operasi, bila masih ada, terserap beban keuangan dan penyesuaian nilai aset (Wruck, 1990). Pengakuan penurunan nilai menekan laba lebih dulu. Ia bukan tanda bahwa penciptaan nilai sudah pulih. Hasil 2025 karena itu membatasi Proposisi 4 dari arah yang berlawanan dengan narasi pemasaran perusahaan: perbaikan neraca baru mulai diakui, dan biayanya tampak sebagai rugi.

Perbandingan lintas kasus

Tabel 2 hanya memuat indikator yang tersedia untuk keempat perusahaan dan yang dapat ditelusuri ke pos laporan. Penurunan dihitung dari puncak seri 2018–2025 ke tutup buku 2025, bukan dari satu tahun dasar yang sama, karena puncak pendapatan dan ekuitas tidak jatuh pada tahun yang sama.

Tabel 2. Perbandingan lintas kasus, 2018–2025

Indikator	Adhi Karya	PP	Wijaya Karya	Waskita Karya
Pendapatan: puncak ke 2025 (Rp triliun)	20,07 (2023) ke 9,67	25,12 (2018) ke 16,27	31,16 (2018) ke 13,33	48,79 (2018) ke 8,82
Penurunan pendapatan dari puncak	52%	35%	57%	82%
Ekuitas total: puncak ke 2025 (Rp triliun)	9,22 (2023) ke 3,30	15,14 (2023) ke 4,31	19,22 (2019) ke 1,69	29,12 (2019) ke 3,67
Penurunan ekuitas total	64%	72%	91%	87%
Ekuitas pemilik induk, 2025 (Rp triliun)	Tidak dipisahkan	Tidak dipisahkan	−0,88	−1,03
Liabilitas / ekuitas total, 2018 ke 2025 (kali)	3,79 ke 7,73	2,54 ke 8,98	2,44 ke 28,76	3,50 ke 18,27
Rugi pemilik 2025 (Rp triliun)	5,40	6,08	9,71	3,93
Arus kas operasi 2025 (Rp triliun)	1,96	0,92	−0,35	−0,56
Kontrak baru: puncak ke 2025 (Rp triliun)	37,65 (2023) ke 18,12	43,49 (2018) ke 24,95	50,56 (2018) ke 17,46	27,22 (2018) ke 12,52

Catatan: Ekuitas total mencakup kepentingan nonpengendali. Rasio liabilitas terhadap ekuitas memakai ekuitas total sehingga tampak lebih tertahan daripada kondisi pemilik induk pada Wijaya Karya dan Waskita Karya. "Tidak dipisahkan" berarti tabel sumber yang dikompilasi tidak menyajikan ekuitas pemilik induk secara tersendiri, bukan berarti nilainya nol. Penurunan pendapatan dan ekuitas dihitung penulis dari puncak seri. Sumber: Lampiran Tabel A1–A4.

Tiga pembacaan mengikuti tabel itu. Pertama, seluruh perusahaan kehilangan skala. Penurunan pendapatan terdalam terjadi pada Waskita Karya, yang ekspansi jalan tolnya paling agresif. Ini selaras dengan Proposisi 1, lagi-lagi sebagai pola, bukan sebagai koefisien. Kedua, ekuitas total turun 64–91 persen, tetapi angka itu masih menyembunyikan posisi pemilik induk. Pada Wijaya Karya dan Waskita Karya, pemilik induk sudah defisit. Rasio 28,76 kali dan 18,27 kali karena itu tidak ditafsirkan sebagai kelipatan solvabilitas pemegang saham. Penyebutnya tipis dan, untuk pemilik induk, sudah terlewati. Ketiga, arus kas operasi 2025 positif pada Adhi Karya dan PP, serta negatif pada Wijaya Karya dan Waskita Karya. Pembeda arus kas ini penting untuk membaca tahun 2025, tetapi bagian 4.7 menunjukkan bahwa pembeda itu tidak otomatis berlanjut pada sembilan bulan 2026.

Dua jalur

Jalur pembersihan, pada PP dan Adhi Karya, ditandai urutan berikut: bahasa strategi berubah lebih dulu, kemudian penurunan nilai dan beban penyehatan diakui dalam rugi 2025,

sementara ekuitas total akhir 2025 masih Rp4,31 triliun dan Rp3,30 triliun. Rasio liabilitas terhadap ekuitas tetap tinggi, yaitu 8,98 kali dan 7,73 kali. Neraca keduanya tidak sehat. Yang dapat dikatakan adalah bahwa kerusakan belum sampai membuat ekuitas pemilik induk negatif di dalam data yang dipisahkan, dan arus kas operasi tahun penuh 2025 masih masuk.

Jalur akumulasi, pada Wijaya Karya dan Waskita Karya, ditandai tekanan yang sudah terlihat sebelum 2025. Utang bank Waskita, dijumlahkan penulis dari utang bank jangka pendek dan jangka panjang, hanya turun dari Rp49,18 triliun pada 2020 menjadi Rp47,84 triliun pada 2023. Penurunan yang lebih jelas baru terjadi setelah aset jalan tol dilepas, menjadi Rp37,48 triliun pada 2025 (PT Waskita Karya, 2018–2025). Pada 2025 pendapatan Waskita tinggal 18 persen dari puncak 2018. Wijaya Karya sudah menyatakan transformasi lebih awal, tetapi ekuitas total 2025 tinggal Rp1,69 triliun dan ekuitas pemilik induk −Rp0,88 triliun. Deklarasi transformasi yang lebih dini tidak sama dengan pemulihan neraca. Kedua jalur adalah penafsiran atas empat kasus. Ia berguna untuk membaca urutan kebijakan, dan belum layak digeneralisasi ke BUMN lain.

Suspensi saham

Tekanan likuiditas juga tampak di pasar modal. Per 5 Oktober 2026, saham keempat perusahaan berstatus suspensi dengan pemicu yang sama, yaitu penundaan kewajiban surat utang, bukan semata volatilitas harga (Islamy & Putri, 2026). Waskita disuspensi sejak 8 Mei 2023 setelah menunda bunga obligasi. Wijaya Karya disuspensi sejak 18 Februari 2025 setelah menunda pelunasan pokok obligasi dan sukuk mudharabah (Bisnis.com, 2025). Adhi Karya disuspensi sejak 24 Agustus 2026 setelah menunda bunga obligasi sekitar Rp60,82 miliar (Fortune Indonesia, 2026; Nurdiana, 2026). PP disuspensi sejak 5 Oktober 2026 setelah menunda bunga obligasi dan sukuk mudharabah (Bisnis.com, 2026a). Pada pengumuman untuk Wijaya Karya, Adhi Karya, dan PP, bursa menilai penundaan itu mengindikasikan persoalan kelangsungan usaha.

Tiga implikasi mengikuti, dan ketiganya tetap bersifat indikatif. Pertama, suspensi adalah sinyal atas kegagalan membayar instrumen utang. Kedua, arus kas operasi positif pada tahun penuh 2025 tidak mencegah Adhi Karya dan PP masuk suspensi pada 2026. Neraca yang relatif lebih tebal tidak menghapus risiko jatuh tempo jangka pendek. Ketiga, Wijaya Karya dan Waskita disebut dalam pembahasan potensi *delisting*, dan suspensi Waskita telah melewati ambang waktu dalam peraturan bursa (Periskop.id, 2026). Rapat umum pemegang obligasi Waskita pada 3 September 2026 menyetujui restrukturisasi, tetapi sampai 5 Oktober 2026 saham itu masih suspensi (Liputan6.com, 2026; Islamy & Putri, 2026). Penyelesaian kewajiban kepada pemegang surat utang dengan demikian masih berupa prasyarat pemulihan status perdagangan. Status setelah tanggal batas dapat berubah dan tidak diperbarui di naskah ini.

Portofolio, neraca, dan urutan konsolidasi

Setelah bahasa bisnis inti dipakai, perusahaan mengumumkan rasionalisasi portofolio. Adhi Karya menyatakan rencana pelepasan bisnis nonkontraktor, antara lain hotel, jalan tol, energi, dan air. Wijaya Karya menjalankan *asset recycling*. Waskita melepas sebagian aset jalan tol dan baru kemudian utang banknya turun lebih jelas. Bukti pelepasan ini tidak seragam kedalamannya, sehingga Proposisi 3 hanya sebagian selaras: arah rasionalisasi terlihat, tetapi penyelesaiannya belum terukur dengan satu daftar aset yang sama antarperusahaan.

Danantara menyatakan tidak ingin restrukturisasi yang hanya memperpanjang tenor (IDN Times, 2026). Pernyataan pejabatnya juga menempatkan Wijaya Karya dan Waskita di luar gelombang merger pertama karena model bisnis dan struktur keuangan belum selesai dibereskan (CNBC Indonesia, 2026; Rachman, 2026). Pada awal Oktober 2026, urutan yang dinyatakan adalah menggabungkan Adhi Karya dengan PP, serta Nindya Karya dengan Brantas

Abipraya, dengan target paling lambat akhir November 2026. Target tanggal bukan bukti bahwa merger telah selesai pada saat naskah ini ditutup.

Urutan itu selaras dengan Proposisi 4 sebagai kebijakan yang dinyatakan, bukan sebagai hasil yang sudah diukur. Kesesuaiannya juga tidak boleh dilebihkan. Rasio liabilitas terhadap ekuitas Adhi Karya dan PP pada 2025 masih 7,73 kali dan 8,98 kali. Menggabungkan keduanya dapat menjumlahkan dua neraca yang sama-sama tertekan. Karena itu, divestasi aset noninti, penyesuaian utang terhadap kemampuan bayar, dan kriteria keberhasilan integrasi perlu ada sebelum merger dihitung sebagai penciptaan nilai. Dua opsi yang sering dipertentangkan, yaitu melepas aset atau menggabungkan perusahaan, dalam kasus ini justru berurutan: pelepasan dan pengakuan rugi lebih dulu, konsolidasi kemudian, dan hanya bagi perusahaan yang dianggap lebih siap.

Proposisi 5 belum dapat dinilai. Merger tahap pertama, pada tanggal batas, masih berupa rencana. Tahap penciptaan nilai dan korporasi kelas dunia tetap ditulis di Gambar 1 agar kerangka Danantara tidak dipotong, tetapi keduanya bukan temuan. Mengklaim bahwa konsolidasi sudah menghasilkan korporasi kelas dunia akan melampaui data.

Catatan setelah tutup buku: sembilan bulan 2026

Laporan interim 30 September 2026 sudah terbit ketika naskah diselesaikan. Angka itu tidak mengubah jendela analisis 2018–2025. Ia dipakai hanya untuk menguji apakah pemulihan sudah terlihat di luar tahun rugi. Tabel 3 memuat pos yang dapat ditautkan ke laporan interim atau ke pemberitaan yang mengutip pos tersebut. Seluruhnya tidak diaudit.

Tabel 3. Potret sembilan bulan 2026, tidak dibandingkan dengan tahun penuh

Perusahaan	Laba (rugi) pemilik (Rp triliun)	Ekuitas total 30 Sep (Rp triliun)	Arus kas operasi (Rp triliun)
Adhi Karya	0,015	3,31	−0,48
PP	0,26	4,36	—
Wijaya Karya	−1,53	0,05	−0,65
Waskita Karya	−2,87	1,04	−1,14

Catatan: Tidak diaudit dan tidak disetahunkan. Adhi Karya: laba pemilik, ekuitas, dan arus kas dari laporan interim perusahaan serta Bisnis.com (2026c). PP: laba pemilik dari Bisnis.com (2026b); ekuitas dari Kontan (2026a). Arus kas operasi PP tidak dicantumkan. Wijaya Karya: Kontan (2026b); ekuitas Rp0,05 triliun adalah Rp50,45 miliar. Waskita: rugi pemilik, ekuitas total, dan arus kas operasi dari CNBC Indonesia (2026b). Ekuitas pemilik induk Waskita pada tanggal yang sama −Rp3,34 triliun, dari −Rp1,03 triliun pada akhir 2025.

Empat batas pembacaan perlu dijaga. Pertama, laba pemilik Adhi Karya hanya Rp15,34 miliar dan laba pemilik PP Rp0,26 triliun. Keduanya tidak sebanding dengan rugi pemilik 2025 sebesar Rp5,40 triliun dan Rp6,08 triliun. Pada PP, laba tahun berjalan sembilan bulan hanya sekitar Rp4,57 miliar. Laba pemilik yang jauh lebih besar terjadi karena rugi tercatat pada kepentingan nonpengendali (Bisnis.com, 2026b). Judul berita tentang laba yang melonjak karena itu mudah menyesatkan. Kedua, ekuitas Wijaya Karya tinggal sekitar Rp0,05 triliun dari Rp1,69 triliun pada akhir 2025, dan ekuitas total Waskita turun dari Rp3,67 triliun menjadi Rp1,04 triliun. Ekuitas pemilik induk Waskita memburuk dari −Rp1,03 triliun menjadi −Rp3,34 triliun (CNBC Indonesia, 2026b). Jalur akumulasi tidak berbalik. Ketiga, arus kas operasi Adhi Karya, yang positif Rp1,96 triliun pada tahun penuh 2025, menjadi negatif Rp0,48 triliun pada sembilan bulan 2026. Arus kas Wijaya Karya dan Waskita juga negatif. Pembeda arus kas antarjalur pada tutup buku 2025 belum dapat diperlakukan sebagai ciri yang menetap. Keempat, tidak ada dasar di tabel ini untuk menyatakan bahwa Proposisi 5 sudah terpenuhi.

Matriks proposisi dan bukti

Tabel 4 menutup bagian hasil dengan batas klaim yang sama untuk setiap proposisi. Tujuannya mencegah pembacaan bahwa seluruh model telah terkonfirmasi.

Tabel 4. Pencocokan proposisi dengan bukti

Proposisi	Pembacaan	Batas
1. Pertumbuhan infrastruktur menaikkan tekanan	Selaras	Pola empat kasus. Penurunan terdalam pada ekspansi yang paling agresif. Bukan uji kausal.
2. Tekanan mendorong refocusing ke bisnis inti	Selaras pada narasi	Tema 2023–2025 berubah sebelum laba pulih. Tema bukan bukti pemulihan.
3. Bisnis inti mendorong rasionalisasi portofolio	Sebagian	Pelepasan aset diumumkan, tetapi daftar dan nilainya tidak seragam.
4. Perbaikan neraca mendahului konsolidasi	Selaras dengan urutan yang dinyatakan	Merger belum selesai. D/E Adhi Karya dan PP tetap tinggi. Ekuitas pemilik induk Wijaya Karya dan Waskita negatif.
5. Konsolidasi menuju penciptaan nilai	Belum dapat dinilai	Tahap 8 dan 9 masih aspirasi. Interim 2026 tidak menunjukkan pemulihan nilai.

Catatan: "Selaras" berarti pola kasus tidak bertentangan dengan proposisi. Ia bukan taraf signifikansi.

SIMPULAN

Transformasi empat BUMN Karya pada 2018–2025 bergerak dari pertumbuhan berbasis infrastruktur ke *strategic refocusing*, penguatan bisnis inti, rasionalisasi portofolio, dan pengakuan kerusakan neraca. Tekanan keuangan bukan hanya soal struktur modal. Ia menandai batas model pertumbuhan yang mengukur keberhasilan dari aset dan kontrak. Danantara menempatkan restrukturisasi dan konsolidasi sebagai fase pertama portofolio, bukan sebagai tujuan akhir. Perubahan narasi mendahului rugi 2025, sehingga rugi itu lebih tepat dibaca sebagai pengakuan biaya penyehatan daripada sebagai kegagalan mendadak di tahun terakhir.

Arah keempat perusahaan serupa, kedalamannya tidak. Jalur pembersihan pada PP dan Adhi Karya masih menyisakan ekuitas total yang lebih tebal pada akhir 2025. Jalur akumulasi pada Wijaya Karya dan Waskita Karya menunjukkan tekanan sejak 2020, arus kas operasi tahun 2025 yang negatif, dan ekuitas pemilik induk yang negatif. Perbedaan itu sejalan dengan keputusan yang dinyatakan Danantara untuk mendahulukan Adhi Karya dan PP. Kesejajaran ini bukan bukti bahwa merger akan berhasil. Sampai 5 Oktober 2026 keempat saham suspensi, dan sampai September 2026 tidak ada pemulihan penciptaan nilai yang dapat dibaca dari laba sembilan bulan.

IMPLIKASI TEORETIS

Penelitian ini menambah literatur *turnaround* pada satu titik yang sempit. *Retrenchment* dan pemulihan (Robbins & Pearce, 1992) dalam sampel ini tidak hanya dijalankan manajemen masing-masing perusahaan, tetapi diurutkan oleh pemilik portofolio lintas emiten. Dalam bahasa

dynamic capability, *sensing* tampak pada pengakuan bahwa volume proyek tidak lagi menghasilkan nilai, *seizing* pada restrukturisasi dan pelepasan aset, dan *transforming* baru sampai pada rancangan konsolidasi (Teece, 2007). Pemetaan itu bersifat interpretatif. Kapabilitas tidak diukur secara langsung.

Kontribusi yang dapat diuji pada penelitian berikutnya adalah pembedaan jalur pembersihan dan jalur akumulasi, serta gagasan bahwa konsolidasi milik negara adalah tahap bersyarat. Keduanya masih hipotesis yang ditarik dari empat kasus. Gambar 1 tidak diajukan sebagai teori umum BUMN.

IMPLIKASI PRAKTIS

Bagi Danantara dan lembaga yang mengatur BUMN, urutan berbasis kesiapan neraca lebih sesuai dengan bukti ini daripada merger serentak. Untuk Adhi Karya dan PP, rencana pelepasan aset noninti, target penurunan utang, dan ukuran keberhasilan integrasi perlu ditetapkan sebelum dua neraca yang sama-sama ber*leverage* tinggi digabung. Ukuran itu sebaiknya memakai imbal hasil modal di atas biaya modal, sesuai kriteria yang dinyatakan Danantara, bukan pertumbuhan aset. Bagi manajemen, pengakuan penurunan nilai yang lebih awal dan penyesuaian utang terhadap kas yang benar-benar tersedia lebih menentukan kredibilitas daripada perpanjangan tenor (IDN Times, 2026). Bagi kreditor dan pemegang surat utang, suspensi menunjukkan bahwa tahun buku yang masih menghasilkan arus kas operasi tidak menutup risiko jatuh tempo. Interim 2026 memperkuat kehati-hatian itu: arus kas operasi Adhi Karya berbalik negatif, dan ekuitas Wijaya Karya serta Waskita makin tipis.

KETERBATASAN

Data bersifat sekunder. Perspektif manajemen, kreditor, dan negosiator restrukturisasi tidak tertangkap. Cakupan hanya empat emiten terdaftar. Pengelompokan tahap dan dua jalur adalah penafsiran. Angka laporan dapat disajikan kembali sehingga perbandingan antartahun harus dibaca bersama catatan tabel. Peristiwa merger dan status suspensi mengacu pada informasi sampai 5 Oktober 2026. Laporan sembilan bulan 2026 tidak diaudit, tidak lengkap pada arus kas PP, dan tidak mengubah seri tahunan. Penelitian berikutnya dapat menilai hasil merger Adhi Karya dan PP serta integrasi Wijaya Karya dan Waskita sebagai uji langsung Proposisi 5, memperluas sektor, atau memakai studi peristiwa. Skor kesulitan keuangan (Altman, 1968) dapat dihitung ulang dari pos yang definisinya sudah diseragamkan, sesuatu yang sengaja tidak dilakukan di sini agar naskah tidak mencampur klaim prediksi kebangkrutan dengan penafsiran strategi.

REFERENSI

Agarwal, R., & Helfat, C. E. (2009). Strategic renewal of organizations. *Organization Science, 20*(2), 281–293. https://doi.org/10.1287/orsc.1090.0423

Altman, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance, 23*(4), 589–609. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1968.tb00843.x

Bisnis.com. (2025, 18 Februari). Gagal lunasi obligasi dan sukuk, saham Wijaya Karya (WIKA) disuspensi bursa. https://market.bisnis.com/read/20250218/7/1840474/gagal-lunasi-obligasi-dan-sukuk-saham-wijaya-karya-wika-disuspensi-bursa

Bisnis.com. (2026a, 5 Oktober). Saham PTPP kena suspensi BEI hari ini, imbas tunda bayar bunga obligasi. https://market.bisnis.com/read/20261005/7/2009661/saham-ptpp-kena-suspensi-bei-hari-ini-imbas-tunda-bayar-bunga-obligasi

Bisnis.com. (2026b, 22 Oktober). PTPP cetak laba bersih Rp259,96 miliar kuartal III/2026, meroket 46 kali lipat. https://market.bisnis.com/read/20261022/192/2014947/ptpp-cetak-laba-bersih-rp25996-miliar-kuartal-iii2026-meroket-46-kali-lipat

Bisnis.com. (2026c, 23 Oktober). Laba Adhi Karya (ADHI) melonjak 247% jadi Rp15,34 miliar per September 2026. https://market.bisnis.com/read/20261023/192/2015049/laba-adhi-karya-adhi-melonjak-247-jadi-rp1534-miliar-per-september-2026

CNBC Indonesia. (2026a, 2 Oktober). Update merger BUMN Karya, perusahaan ini lebih dulu digabung. https://www.cnbcindonesia.com/market/20261002152139-17-772926/update-merger-bumn-karya-perusahaan-ini-lebih-dulu-digabung

CNBC Indonesia. (2026b, 13 Oktober). Pendapatan naik 54%, Waskita (WSKT) masih rugi Rp2,87 triliun di kuartal III 2026. https://www.cnbcindonesia.com/market/20261013140248-17-775730/pendapatan-naik-54-waskita--wskt--masih-rugi-rp287-t-di-q3-2026

Danantara Asset Management. (2026). *Arahan strategis rencana kerja dan anggaran perusahaan 2027* [Dokumen arah portofolio].

Eisenhardt, K. M. (1989). Building theories from case study research. *Academy of Management Review, 14*(4), 532–550. https://doi.org/10.5465/amr.1989.4308385

Fortune Indonesia. (2026, 24 Agustus). Adhi Karya tunda bunga obligasi, saham ADHI disuspensi. https://www.fortuneidn.com/market/adhi-karya-tunda-bayar-bunga-obligasi-saham-adhi-tersuspensi-00-my5jv-w5ddt

IDN Times. (2026, 9 Oktober). WIKA-Waskita belum ikut merger BUMN karya, ini alasannya. https://www.idntimes.com/business/economy/wika-waskita-belum-ikut-merger-bumn-karya-ini-alasannya-00-3m8tp-3gdnmy

Islamy, A., & Putri, K. (2026, 5 Oktober). 4 saham konstruksi terjebak suspensi menjelang merger BUMN Karya. *Katadata*. https://katadata.co.id/finansial/bursa/6ac34065e3510/4-saham-konstruksi-terjebak-suspensi-menjelang-merger-bumn-karya

Kontan. (2026a, 22 Oktober). Laba PT PP (PTPP) naik meski pendapatan turun per kuartal III 2026. https://investasi.kontan.co.id/news/laba-pt-pp-ptpp-naik-meski-pendapatan-turun-per-kuartal-iii-2026

Kontan. (2026b, 1 November). Rugi Wijaya Karya (WIKA) turun jadi Rp1,53 triliun per September 2026. https://investasi.kontan.co.id/news/rugi-wijaya-karya-wika-turun-jadi-rp-153-triliun-per-september-2026

Krippendorff, K. (2018). *Content analysis: An introduction to its methodology* (4th ed.). SAGE.

Kurniawan, D. A., & Daryanto, W. M. (2022). Financial evaluation of state-owned enterprises sector construction according to Altman Z-score in period of 2017–2020. *International Journal of Business, Economics and Law, 26*(1), 290–299. https://www.ijbel.com/wp-content/uploads/2022/05/IJBEL26.ISU1_280.pdf

Liputan6.com. (2026, 4 September). Perpanjang tenor dan pangkas utang, Waskita tuntaskan restrukturisasi. https://www.liputan6.com/bisnis/read/8284441/perpanjang-tenor-dan-pangkas-utang-waskita-tuntaskan-restrukturisasi

Miles, M. B., Huberman, A. M., & Saldaña, J. (2014). *Qualitative data analysis: A methods sourcebook* (3rd ed.). SAGE.

Nurdiana, A. (2026, 24 Agustus). BEI suspensi saham ADHI, imbas Adhi Karya tunda bayar bunga obligasi. *Kontan*. https://investasi.kontan.co.id/news/bei-suspensi-saham-adhi-imbas-adhi-karya-tunda-bayar-bunga-obligasi

Periskop.id. (2026, 18 Agustus). Danantara fokus benahi WIKA-WSKT, risiko delisting dinilai bagian dari restrukturisasi. https://periskop.id/pasar-modal/20260818/danantara-fokus-benahi-wika-wskt-risiko-delisting-dinilai-bagian-dari-restrukturisasi

Prahalad, C. K., & Hamel, G. (1990). The core competence of the corporation. *Harvard Business Review, 68*(3), 79–91.

PT Adhi Karya (Persero) Tbk. (2018–2025). *Laporan tahunan PT Adhi Karya (Persero) Tbk*. https://adhi.co.id/hubungan-investor/keuangan/laporan-tahunan/

PT Adhi Karya (Persero) Tbk. (2026). *Laporan keuangan interim konsolidasian 30 September 2026* [Tidak diaudit]. Bursa Efek Indonesia. https://www.idx.co.id/StaticData/NewsAndAnnouncement/ANNOUNCEMENTSTOCK/From_EREP/202610/20261022184016-64853-0/ADHI%20LK_30%20SEPTEMBER%202026.pdf

PT PP (Persero) Tbk. (2018–2025). *Laporan tahunan PT PP (Persero) Tbk*. https://www.ptpp.co.id/id/investor/laporan-perusahaan/laporan-tahunan

PT Waskita Karya (Persero) Tbk. (2018–2025). *Laporan tahunan PT Waskita Karya (Persero) Tbk*. https://investor.waskita.co.id/ar.html

PT Wijaya Karya (Persero) Tbk. (2018–2025). *Laporan tahunan PT Wijaya Karya (Persero) Tbk*. https://investor-id.wika.co.id/ar.html

Rachman, F. (2026, 8 Oktober). Merger 4 BUMN Karya ditarget November, WIKA-Waskita masih direstrukturisasi. *Periskop.id*. https://periskop.id/bisnis/20261008/merger-4-bumn-karya-ditarget-november-wika-waskita-masih-direstrukturisasi

Robbins, D. K., & Pearce, J. A. (1992). Turnaround: Retrenchment and recovery. *Strategic Management Journal, 13*(4), 287–309. https://doi.org/10.1002/smj.4250130404

Teece, D. J. (2007). Explicating dynamic capabilities: The nature and microfoundations of (sustainable) enterprise performance. *Strategic Management Journal, 28*(13), 1319–1350. https://doi.org/10.1002/smj.640

Teece, D. J., Pisano, G., & Shuen, A. (1997). Dynamic capabilities and strategic management. *Strategic Management Journal, 18*(7), 509–533. https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(199708)18:7<509::AID-SMJ882>3.0.CO;2-Z

Wibowo, F. A., Satria, A., Gaol, S. L., & Indrawan, D. (2024). Financial risk, debt, and efficiency in Indonesia's construction industry: A comparative study of SOEs and private companies. *Journal of Risk and Financial Management, 17*(7), Article 303. https://doi.org/10.3390/jrfm17070303

Wruck, K. H. (1990). Financial distress, reorganization, and organizational efficiency. *Journal of Financial Economics, 27*(2), 419–444. https://doi.org/10.1016/0304-405X(90)90063-6

Yin, R. K. (2018). *Case study research and applications: Design and methods* (6th ed.). SAGE.