

ANALISIS POTENSI KEBANGKRUTAN PT. BERLIAN LAJU TANKER, Tbk. DENGAN MENGGUNAKAN ALTMAN'S Z SCORE

Iswandi

Accounting Department, Faculty of Economic and Communication, BINUS University
Jln. K.H. Syahdan No. 9, Palmerah, Jakarta Barat 11480
iswandi@binus.ac.id

ABSTRACT

PT. Berlian Laju Tanker, Tbk. (BLTA) is a company engaged in the ocean transportation services listed on the Indonesia Stock Exchange and the Singapore Stock Exchange. In 2009 and 2010 BLTA experienced a net loss. At the end of 2011 the company rocked the financial markets in Indonesia and Singapore being unable to meet financial obligations to financial institutions and corporate bondholders. Given such conditions until the end of August 2012 BLTA can not submit audited financial statement of year 2011 to the authorities of stock exchange and public. By using the 2007 to 2010 audited financial statements and June 2011 inhouse financial statement were analyzed using Altman's Z score model can be known that since 2007 BLTA produce a Z score were classified bankruptcy. Investors should analyze the financial condition by using Z Score in order to minimized shareholders and bondholders potential losses.

Keywords: *Altman's Z score model, failure, insolvency, default, bankruptcy*

ABSTRAK

PT Berlian Laju Tanker, Tbk (BLTA) adalah perusahaan yang bergerak di bidang jasa transportasi laut yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan Bursa Efek Singapura. Pada tahun 2009 dan 2010 posisi keuangan BLTA menunjukkan kerugian bersih. Pada akhir tahun 2011 perusahaan mengejutkan pasar keuangan di Indonesia dan Singapura tidak mampu memenuhi kewajiban keuangan kepada lembaga keuangan dan pemegang obligasi korporasi. Mengingat kondisi tersebut sampai akhir Agustus 2012 BLTA tidak dapat menyampaikan laporan keuangan yang telah diaudit tahun 2011 untuk otoritas bursa dan publik. Dengan menggunakan laporan keuangan 2007-2010 yang diaudit dan juga laporan Juni 2011 yang telah dianalisis dengan menggunakan Model Altman Z score dapat diketahui bahwa sejak tahun 2007 BLTA berdasarkan klasifikasi tersebut dapat dinyatakan bangkrut. Investor harus menganalisis kondisi keuangan dengan menggunakan Z Skor untuk meminimalisasi kerugian pemegang saham dan pemegang obligasi

Kata kunci: *Altman's Z score model, failure, insolvency, default, bankruptcy*

PENDAHULUAN

Kegiatan usaha memiliki potensi untuk berhasil dan mengalami kegagalan yang disebabkan oleh mismanajemen atau makro ekonomi atau ketidakmampuan manajemen perusahaan dalam memenangkan persaingan usaha. Menurut Altman (1993), ketidaksiuksesan kegiatan usaha perusahaan dapat dikelompokkan menjadi *failure*, *insolvency*, *default* dan *bankruptcy*. *Failure* apabila realisasi *Return On Investment (ROI)* secara signifikan lebih rendah dari ROI investasi yang sejenis. *Insolvency* terjadi apabila perusahaan memiliki kinerja negatif, yaitu apabila perusahaan tidak dapat memenuhi kewajiban jangka pendek karena kesulitan likuiditas yang bersifat sementara atau kronis. *Default* bisa secara teknis dan atau legal, karena perusahaan tidak memenuhi perjanjian dengan kreditur yang memberikan dampak kreditur dapat melakukan tindakan hukum kepada perusahaan. Sedangkan *bankruptcy*, salah satu tipenya sesuai dengan penjelasan diatas dan merefer juga kepada nilai *total networth* perusahaan. Tipe yang lain adalah apabila perusahaan secara formal mengumumkan kebangkrutannya melalui pengadilan atau lembaga berwenang lainnya, yang diikuti dengan likuidasi aset atau mengikuti program penyelamatan/penyehatan.

PT. Berlian Laju Tanker (BLTA) semula bernama PT. Bhaita Laju Tanker merupakan sebuah perusahaan publik yang bergerak di bidang jasa angkutan laut yang didirikan pada tahun 1981. Fokus kegiatan bisnis BLTA adalah pengangkutan produk-produk cair seperti *chemical*, *oil & gas* dan *edible oil* di wilayah Asia, Timur Tengah, Eropa, Amerika Selatan dan Amerika Utara serta menyewakan kapal-kapal kepada pihak ketiga melalui perjanjian. Sampai dengan Juni 2011 BLTA memiliki 40 unit kapal tanker kimia dengan total kapasitas 601.003 DWT, 11 unit kapal tanker minyak dengan total kapasitas 748.873 DWT, 15 unit kapal tanker gas dengan total kapasitas 146.224 DWT, 1 unit kapal tanker FPSO kapasitas 60.874 DWT dan 27 unit kapal carter dengan total kapasitas 691.914 DWT.

PT. Berlian Laju Tanker, Tbk tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) sejak tanggal 26 Maret 1990 dengan kode BLTA.JK dan sejak tanggal 22 September 2006 tercatat di *Singapore Stock Exchange (SGX)* dengan kode PTBL.SJ. BLTA merupakan perusahaan Indonesia pertama yang melakukan pencatatan saham di BEI dan SGX (*dual listed*).

Berdasarkan laporan keuangan *inhouse* per 30 Juni 2012, susunan pemegang saham BLTA adalah sbb:

Tabel 1 Susunan Pemegang Saham BLTA

Pemegang Saham	Nilai (USD)	% tase
PT. Tunggaladhi Baskara	41.583.000	37,95
Tuan Widihardja Tanudjaja	25.000	0,02
Koperasi Karyawan Berlian	23.000	0,02
Siana Anggraeni Surya	1.000	0,00
Masyarakat (dibawah 5%)	67.943.000	62,01
Jumlah	109.575.000	100,00

Pada pertengahan tahun 2011, BLTA mengejutkan pasar modal di Indonesia dan Singapura karena ketidakmampuan BLTA memenuhi kewajiban-kewajiban keuangannya, baik kewajiban kredit kepada bank/lembaga keuangan, maupun kewajiban kepada pemegang obligasi. Berdasarkan laporan keuangan *inhouse* per 30 Juni 2011, BLTA memiliki kewajiban kepada kreditur bank/lembaga keuangan sebesar ekuivalen 1,655.49 juta dolar Amerika dan pemegang obligasi sebesar ekuivalen 132.57 juta dolar Amerika dengan rincian sebagai berikut:

Tabel 2 Hutang Bank dan Lembaga Keuangan

	(USD 000)	
Hutang Bank dan Lembaga Keuangan	31-Des-10	30-Jun-11
Hutang Jangka Pendek	14.459	15.122
Hutang Jangka Panjang	1.594.182	1.640.376
Jumlah	1.608.641	1.655.498

Tabel 3 Obligasi

Obligasi	Keterangan	Rating Juli 2011	(eqv USD 000)	
			31-Des-10	30-Jun-11
Obligasi BLTA III	terbit 5 Juli 2007, jatuh tempo 5 Juli 2012, nominal IDR 700 milyar	idA- (Pefindo)	77.820	81.424
Obligasi BLTA IV	terbit 29 Mei 2009, jatuh tempo 28 Mei 2011, 2012, 2014, nominal IDR 400 milyar	idA- (Pefindo)	37.813	39.549
Sukuk Ijarah I	terbit 5 Juli 2007, jatuh tempo 5 Juli 2012, nominal IDR 200 milyar	idA- (Pefindo)	22.234	23.264
Sukuk Ijarah II	terbit 29 Mei 2009, jatuh tempo 28 Mei 2012, 2014, nominal IDR 100 milyar	idA- (Pefindo)	11.122	11.632
Diskonto belum diamortisir	terbit 5 Juli 2007, jatuh tempo 5 Juli 2012, nominal IDR 700 milyar		(728)	(614)
CPLTD	terbit 5 Juli 2007, jatuh tempo 5 Juli 2012, nominal IDR 700 milyar		-	22.682
Hutang Obligasi Bersih			148.261	132.573

Besar kemungkinan keterkejutan tersebut karena investor kurang waspada terhadap *early warning signal* yang ada. Salah satu indikatornya adalah *rating* untuk obligasi BLTA masih dikelompokkan sebagai *investment grade*, sesuai tabel berikut:

Tabel 4 Rating Obligasi BLTA

Obligasi	Rating 03-05-2007 s/d 01-06-2008	Rating 06-11-2008 s/d 01-06-2009	Rating 13-04-2009 s/d 01-05-2010	Rating 14-05-2010 s/d 01-05-2011	Rating 20-07-2011 s/d 01-05-2012
Obligasi BLTA III	id AA- (outlook stable)	id A+ (outlook negative)	id A (outlook stable)	id A- (outlook stable)	id A- (outlook negative)
Obligasi BLTA IV	id AA- (outlook stable)	id A+ (outlook negative)	id A (outlook stable)	id A- (outlook stable)	id A- (outlook negative)
Sukuk Ijarah I	id AA- (outlook stable)	id A+ (outlook negative)	id A (outlook stable)	id A- (outlook stable)	id A- (outlook negative)
Sukuk Ijarah II	id AA- (outlook stable)	id A+ (outlook negative)	id A (outlook stable)	id A- (outlook stable)	id A- (outlook negative)

Pefindo menurunkan rating BLTA dari idA menjadi idBBB pada rilis tanggal 17 Januari 2012 dan ditempatkan pada kategori *creditwatch* dengan implikasi negatif. Berdasarkan rilis tanggal 26 Januari 2012, Pefindo kemudian menurunkan rating obligasi BLTA menjadi idCCC pada tanggal 26 Januari 2012 dan selanjutnya menjadi idD (*default*) pada tanggal 28 Februari 2012.

Berdasarkan rilis BLTA tanggal 27 Februari 2012, secara resmi BLTA mengumumkan *default* instrumen hutang dan perusahaan tidak melakukan pembayaran untuk instrumen hutang sebagai berikut:

Tabel 5 Default Instrumen Hutang

No	Peminjam	Instrumen Hutang	Nilai (USD)	Jatuh Tempo
1	BLT Finance B.V	Obligasi Konversi	USD 36,632,940	09-02-2012
2	BLT International Co	Obligasi Konversi	USD 7,500,000	09-02-2012
3	Berlian Laju Tanker	Obligasi BLT IV/2009 seri B	IDR 5.812.500.000	27-02-2012
4	Berlian Laju Tanker	Obligasi BLT IV/2009 seri C	IDR 7.718.750.000	27-02-2012
5	Berlian Laju Tanker	Sukuk Ijarah BLT II/2009 seri A	IDR 1.743.750.000	27-02-2012
6	Berlian Laju Tanker	Sukuk Ijarah BLT II/2009 seri B	IDR 2.234.375.000	27-02-2012

Altman telah mengembangkan model-model dalam evaluasi kebangkrutan perusahaan yang dikenal dengan Z Score sejak tahun 1968, yang terus dikembangkan untuk industri manufaktur (Z') dan industri non manufaktur (Z''). Menurut Altman (1993) Z score model adalah analisa linear dari 5 alat ukur yang dijumlahkan sehingga menghasilkan nilai keseluruhan sebagai dasar untuk mengklasifikasikan perusahaan dalam kelompok tertentu, dengan fungsi diskriminan:

$$Z = 1,2 X_1 + 1,4 X_2 + 3,3 X_3 + 0,6 X_4 + 1,0 X_5$$

dengan *cutt off*:

Z Sore < 1,81 diklasifikasikan bangkrut

1,81 s/d 2,99 diklasifikasikan abu-abu (*gray area*)

Z Sore > 2,99 diklasifikasikan tidak bangkrut

Penjelasan:

X₁, *Working Capital/Total Assets (WC/TA)*

Working capital adalah selisih antara *current asset* dan *current liabilities*. Lazimnya, perusahaan yang mengalami kerugian operasi (*operating loss*) akan mengalami penurunan *current asset*.

X₂, *Retained Earnings/Total Assets (RE/TA)*

Retained earning menunjukkan saldo *earning* yang diinvestasikan dan atau kerugian yang diperoleh sepanjang usia perusahaan.

X₃, *Earnings Before Interest and Taxes/Total Assets (EBIT/TA)*

Rasio ini menggambarkan produktivitas aset perusahaan yang dipisahkan dari faktor pajak atau hutang. *Insolvency* dalam kebangkrutan terjadi ketika *total liabilities* melebihi *fair value asset* perusahaan yang nilainya ditentukan oleh *earning power* aset.

X₄, *Market Value of Equity/Book Value of Total Liabilities (MVE/TL)*

Equity diukur dari kombinasi *market value* seluruh saham baik *ordinary share* dan *preferred share*. Sedangkan *liabilities* terdiri dari *current liabilities* dan *long term liabilities*. Ukuran tersebut menggambarkan berapa besar penurunan nilai aset perusahaan sebelum *liabilities* melebihi aset atau perusahaan menjadi *insolvent*.

X₅, *Sales/Total Assets (S/TA)*

Rasio *capital turn over* menggambarkan kemampuan aset perusahaan dalam optimalisasi penjualan. Ukuran tersebut juga menggambarkan kemampuan manajemen dalam menjalankan usaha dalam kondisi kompetisi yang ketat.

Berikut adalah beberapa variasi dari Altman's Z Score (White, 2003) yaitu untuk perusahaan swasta/manufaktur (Z') dan untuk perusahaan jasa (Z''), dimana:

$$Z' = 0,717 X_1 + 0,847 X_2 + 3,107 X_3 + 0,420 X_4 + 0,998 X_5$$

dengan *cutt off*:

- Z Sore < 1,23 diklasifikasikan bangkrut
- 1,23 s/d 2,90 diklasifikasikan abu-abu (*gray area*)
- Z Sore > 2,90 diklasifikasikan tidak bangkrut

Dan

$$Z'' = 6,56 X_1 + 3,26 X_2 + 6,72 X_3 + 1,05 X_4$$

dengan *cutt off*:

- Z Sore < 1,10 diklasifikasikan bangkrut
- 1,10 s/d 2,60 diklasifikasikan abu-abu (*gray area*)
- Z Sore > 2,60 diklasifikasikan tidak bangkrut

Berdasarkan penelitian yang dilakukan Altman menggunakan model tersebut di atas, dengan menggunakan sampel 25 sampai dengan 33 perusahaan, diketahui bahwa model tersebut akurat dalam memprediksi potensi kebangkrutan perusahaan, dengan tingkat akurasi sebagai berikut (Altman 1993):

Tabel 6 Prediksi Potensi Kebangkrutan Perusahaan

Tahun sebelum Failure	Sampel perusahaan	Akurasi
1	33	95 %
2	32	72 %
3	29	48 %
4	28	29 %
5	25	36 %

METODE

Metode penelitian adalah studi kepustakaan, dengan menggunakan data sekunder berupa laporan keuangan BLTA dan informasi *rating* dari situs PT. Perusahaan Efek Indonesia (<http://www.new.pefindo.com>), menggunakan Altman's Z Score Model dengan rumus-rumus sebagai berikut.

Menggunakan versi awal Z Score model, yaitu:

$$Z = 1,2 X_1 + 1,4 X_2 + 3,3 X_3 + 0,6 X_4 + 1,0 X_5$$

$$Z' = 0,717 X_1 + 0,847 X_2 + 3,107 X_3 + 0,420 X_4 + 0,998 X_5$$

Mengingat BLTA merupakan perusahaan jasa angkutan laut, maka digunakan Z Score model untuk perusahaan jasa, yaitu:

$$Z'' = 6,56 X_1 + 3,26 X_2 + 6,72 X_3 + 1,05 X_4$$

Tujuan penelitian adalah untuk mengetahui apakah potensi kebangkrutan BLTA atau kesulitan perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangannya kepada kreditur dan pemegang obligasi dapat diprediksi atau dideteksi lebih awal dengan menggunakan model Z Score sesuai rumus tersebut di atas. Untuk mendukung evaluasi tersebut juga dilakukan evaluasi kondisi keuangan BLTA selama periode penelitian untuk mengetahui faktor-faktor yang mempengaruhi nilai Z Score.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Evaluasi Laporan Keuangan Konsolidasi BLTA per 31 Desember 2007 s/d per 30 Juni 2011

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah laporan keuangan audit konsolidasi BLTA tahun 2007 sampai dengan tahun 2010 dan laporan keuangan *inhouse* per 30 Juni 2011. Penelitian tidak menggunakan laporan keuangan audit tahun 2011 karena sampai dengan saat ini (Agustus 2012) laporan tersebut belum tersedia di situs Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id) dan situs BLTA (www.blt.co.id). Terinformasi bahwa BLTA belum menerbitkan laporan keuangan audit tahun 2011 maupun laporan keuangan *inhouse* triwulan I dan triwulan II tahun 2012. Berdasarkan surat BLTA No. 053/BLT/CS/BPM/VI/12 tanggal 4 Juni 2012 kepada Bapepam LK, BLTA menjelaskan bahwa keterlambatan (*waiver*) penyampaian laporan keuangan audit tahun 2011 telah disetujui oleh SGX.

Kondisi keuangan BLTA selama 5 (lima) tahun terakhir adalah sebagai berikut:

Tabel 7 Kondisi Keuangan BLTA 5 Tahun Terakhir

	Audited 31-Dec-07	Audited 31-Dec-08	Audited 31-Dec-09	Audited 31-Dec-10	(USD 000) Unaudited 30-Jun-11
BALANCE SHEET :					
ASSETS					
Current Assets	384.820	324.104	337.510	383.264	454.309
Non Current Assets:					
Net Fixed Assets	1.678.598	1.896.264	1.946.389	2.327.320	2.411.531
Other Non Current Assets	130.936	75.558	214.023	124.927	132.563
Total Assets	2.194.354	2.295.926	2.497.922	2.835.511	2.998.403
LIABILITIES					
Current Liabilities	551.951	452.731	444.964	371.252	302.290
Long Term Liabilities	1.290.393	1.289.368	1.434.666	1.780.088	1.856.994
NET WORTH	352.010	553.827	618.292	684.171	727.210
TOTAL LIABILITIES & NET WORTH	2.194.354	2.295.926	2.497.922	2.835.511	2.998.403

Dari resume neraca konsolidasian tersebut diatas, dapat diketahui bahwa bagian terbesar dari *current asset* adalah piutang usaha dan kas/deposito. Aset BLTA meningkat terutama dari peningkatan *fixed asset* yang didanai dari *long term liabilities* khususnya dari hutang bank dan penerbitan obligasi. Selain itu, BLTA cenderung menggunakan hutang untuk membiayai kegiatan operasinya.

Meskipun mengalami *net loss* pada tahun 2009 dan 2010 namun tren *net worth* meningkat yang berasal dari agio saham (*additional paid in capital*) atas penawaran terbatas saham IV dan V serta surplus revaluasi yang berasal dari revaluasi seluruh kapal, apabila kapal yang telah direvaluasi dijual, bagian dari surplus tersebut direalisasikan dengan memindahkan langsung ke saldo laba.

Tabel 8 Resume Laba-Rugi PT. BLTA TBK.

	(USD 000)				
	Audited 31-Dec-07	Audited 31-Dec-08	Audited 31-Dec-09	Audited 31-Dec-10	Unaudited 30-Jun-11
INCOME STATEMENT :					
Operating Revenues	386,641	723,682	618,346	656,854	323,111
Direct Cost	212,019	390,988	351,923	416,818	203,015
Direct Cost/Sales	54.84%	54.03%	56.91%	63.46%	62.83%
Gross Profit	174,622	332,694	266,423	240,036	120,096
Sales, General & Adm Expenses	24,540	35,534	31,584	32,371	13,368
SGA/Sales	6.35%	4.91%	5.11%	4.93%	4.14%
Operating Profit (EBITDA)	150,083	297,160	234,839	207,665	106,728
Depr & Amort Exp	54,736	103,847	134,932	146,485	67,240
Other (Income) Expense	(52,238)	(143,298)	275,322	76,074	(63,526)
Extra Ordinary Items	(2,888)	(94,989)	(762)	2,901	599
EBIT	147,585	336,611	(175,415)	(14,894)	103,014
Interest Expense	66,039	117,231	109,500	138,322	79,703
EBT	81,546	219,380	(284,915)	(153,216)	23,311
Income Tax	966	1,016	961	1,185	804
EAT (Net Income)	80,580	218,364	(285,876)	(154,401)	22,507
Net Profit Margin (%)	20.84%	30.17%	-46.23%	-23.51%	6.97%
Earning Per Share (Basic) (USD/lembar)	0.0211	0.0457	(0.0559)	(0.0173)	0.0019

Dari resume laba-rugi konsolidasian tersebut di atas, dapat diketahui bahwa pendapatan BLTA meningkat pesat pada tahun 2008 karena peningkatan penerimaan jasa angkutan kapal sebesar 79,2% sejalan dengan tambahan 14 unit kapal milik perusahaan di tahun 2008, sehingga menyebabkan *net income* mencapai 30,17%. Namun, realisasi pendapatan tahun 2009 dan 2010 mengalami penurunan karena dampak dari krisis keuangan global sehingga volume angkutan dan tarif angkutan mengalami penurunan dan belum kembali ke tarif sebelum krisis.

Penurunan pendapatan terutama disebabkan oleh krisis ekonomi dunia yang berdampak pada melemahnya produksi dan konsumsi minyak dunia. Kondisi ini memiliki pengaruh yang cukup signifikan bagi BLTA karena sebagai pemain dalam industri angkutan minyak, volume produksi dan konsumsi minyak dunia sangat mempengaruhi pertumbuhan permintaan jasa angkutan. Sementara itu, krisis ekonomi serta pergolakan di negara-negara Timur Tengah juga berakibat pada meningkatnya harga minyak dunia, sehingga konsekuensinya meningkatkan beban operasional BLTA. Kondisi-kondisi tersebut memiliki pengaruh yang merugikan bagi operasi perusahaan dan anak perusahaan sehingga menyebabkan penurunan *gross profit* dibandingkan tahun 2008.

Meskipun EBITDA masih positif namun pada tahun 2009 dan 2010 BLTA mengalami *net loss* terutama karena kerugian dari *other expense* akibat penurunan nilai (revaluasi) kapal, perubahan nilai wajar obligasi konversi dan wesel bayar serta peningkatan *interest expense*.

Tabel 9 Resume Rasio Keuangan PT. BLTA TBK.

	Audited 31-Dec-07	Audited 31-Dec-08	Audited 31-Dec-09	Audited 31-Dec-10	Unaudited 30-Jun-11
RATIOS :					
Liquidity:					
Current Ratio (%)	69.72%	71.59%	75.85%	103.24%	150.29%
NWC (USD 000)	(167,132)	(128,627)	(107,454)	12,012	152,019
Quick Ratio (Acid Test Ratio) (%)	65.42%	65.38%	67.64%	90.57%	120.93%
Profitability :					
Gross Profit Margin (%)	45.16%	45.97%	43.09%	36.54%	37.17%
Operating Profit Margin (%)	38.82%	41.06%	37.98%	31.62%	33.03%
Net Profit Margin (%)	20.84%	30.17%	-46.23%	-23.51%	6.97%
Return on Equity (ROE) (%)	22.89%	39.43%	-46.24%	-22.57%	6.19%
Return on Asset (ROA) (%)	3.67%	9.51%	-11.44%	-5.45%	1.50%
Solvency :					
Net Worth (USD 000)	352,010	553,827	618,292	684,171	727,210
DER (%)	499.60%	271.48%	267.68%	283.93%	275.19%
Leverage Ratio (%)	666.84%	343.49%	327.17%	334.44%	313.97%
Interest Coverage Ratio (EBITDA to I) (%)	227.26%	253.48%	214.46%	150.13%	133.91%
DSCR (%)		97.99%	78.95%	65.49%	34.37%
Activity :					
Sales per Month (USD 000)	32,220	60,307	51,529	54,738	53,852
ARTO (hari)	71	48	76	88	86
ITO (hari)	21	12	16	14	26
APTO (hari)	26	16	36	55	23
Asset Turn Over Ratio (%)	17.62%	31.52%	24.75%	23.17%	21.55%
Net Trade Cycle (days)	66	44	56	47	89

Dari resume rasio keuangan, dapat diketahui bahwa secara umum likuiditas BLTA menunjukkan perbaikan yang mengindikasikan bahwa kemampuan perusahaan untuk melunasi hutang jangka pendeknya semakin baik. Pada tahun 2009 dan 2010, profitabilitas BLTA menurun yang disebabkan oleh penurunan pendapatan, kenaikan beban lain serta proses revaluasi aktiva tetap. Rasio solvabilitas meningkat. Peningkatan DER dan *leverage* mencerminkan bahwa BLTA semakin banyak menggunakan pembiayaan yang bersumber dari *interest bearing debt*. Rasio aktivitas BLTA menunjukkan trend yang kurang baik dari tahun 2008 hingga 2010 karena adanya penurunan ARTO, ITO dan APTO.

Tabel 10 Resume Cashflow PT. BLTA TBK.

	Audited 31-Dec-07	Audited 31-Dec-08	Audited 31-Dec-09	Audited 31-Dec-10	Unaudited 30-Jun-11
(USD 000)					
SUMMARY OF STATEMENT OF CASH FLOWS					
Net Cash Flows From Operating Activities	N.A.	402,147	(205,510)	(40,090)	11,094
Net Cash Flows From Investing Activities	N.A.	(228,234)	(238,272)	(476,287)	(169,552)
Net Cash Flows From Financing Activities	N.A.	(299,161)	444,755	460,926	161,695
Net Increase (Decrease) In Cash	N.A.	(125,248)	973	(55,451)	3,237
Cash to Income Ratio		1.35	(0.88)	(0.19)	0.10
Cash Flow to Revenue Ratio		0.56	-0.33	-0.06	0.03

Dari resume *cash flow*, dapat diketahui bahwa kegiatan usaha BLTA ditopang oleh pendanaan yang berasal dari aktivitas pembiayaan baik yang berasal dari fasilitas bank dan lembaga keuangan dan penerbitan obligasi serta hutang dengan perusahaan afiliasi. BLTA mengalami penurunan pendapatan pada tahun 2009 yang berdampak signifikan kepada kemampuan BLTA untuk

menghasilkan kas operasi sehingga pada tahun 2009 belum mampu menghasilkan kas operasi, atau mengalami penurunan dari tahun 2008 yang mampu menghasilkan kas operasi sebesar USD 402.15 juta.

Perkembangan Harga Saham BLTA di BEI

BLTA menawarkan sahamnya untuk pertama kali sebanyak 2.100.000 lembar saham seharga Rp. 8.500/lembar yang disetujui oleh Menteri keuangan RI dengan Surat Keputusan No. S1-076/SHM/MK.01/1990 tanggal 22 Januari 1990. Saham-saham tersebut telah dicatat di BEI pada tanggal 26 Maret 1990. Trend perkembangan harga saham BLTA di BEI sejak tanggal 2 Januari 2008 sampai dengan tanggal 23 Juli 2012 adalah sebagai berikut.



Gambar 1 Tren Perkembangan Harga Saham PT. BLTA TBK.

Harga pasar saham BLTA di BEI turun dari Rp 2.600/lembar pada akhir tahun 2007 menjadi sebesar Rp. 196/lembar pada penutupan perdagangan tanggal 16 Agustus 2012. Tren penurunan tersebut tentunya disebabkan oleh penurunan kinerja keuangan BLTA serta reaksi investor atas kinerja tersebut.

Evaluasi Z Score atas Kinerja Keuangan BLTA

Berdasarkan data laporan keuangan audit tahun 2007 sampai dengan 2010 dan laporan keuangan *inhouse* per Juni 2011 dengan menggunakan analisis Z Score Model, maka diperoleh hasil sebagai berikut.

Tabel 11 Laporan Keuangan PT. BLTA TBK. dengan Altman Score Model

(USD 000)					
Z Score Ratio Components	31-Dec-07	31-Dec-08	31-Dec-09	31-Dec-10	30-Jun-11
Working Capital	(167,132)	(128,627)	(107,454)	12,012	152,019
Total Assets	2,194,354	2,295,926	2,497,922	2,835,511	2,998,403
Retained Earnings	332,318	530,921	297,554	164,156	207,195
Earnings Before Interest and Taxes	147,585	336,611	(175,415)	(14,894)	103,014
Total Liabilities	1,842,345	1,742,099	1,879,630	2,151,340	2,159,284
Net Worth	352,010	553,827	618,292	684,171	727,210
Sales	386,641	723,682	618,346	656,854	323,111

Z Score Ratio	31-Dec-07	31-Dec-08	31-Dec-09	31-Dec-10	30-Jun-11
X1, Working Capital/Total Assets	(0.076)	(0.056)	(0.043)	0.004	0.051
X2, Retained Earnings/Total Assets	0.151	0.231	0.119	0.058	0.069
X3, Earnings Before Interest and Taxes/Total Assets	0.067	0.147	(0.070)	(0.005)	0.034
X4, Market Value of Equity/Book Value of Total Liabilities	0.623	0.140	0.219	0.197	0.175
X5, Sales/Total Assets	0.176	0.315	0.248	0.232	0.108

Z Score Ratio	31-Dec-07	31-Dec-08	31-Dec-09	31-Dec-10	30-Jun-11
Z Score	1,2 X1 + 1,4 X2 + 3,3 X3 + 0,6 X4 + 1,0 X5				
Z Score	0,893	1,139	0,263	0,418	0,483
	Bankruptcy	Bankruptcy	Bankruptcy	Bankruptcy	Bankruptcy
Z' Score	0,717 X1 + 0,847 X2 + 3,107 X3 + 0,420 X4 + 0,998 X5				
Z' Score	0,720	0,984	0,191	0,350	0,382
	Bankruptcy	Bankruptcy	Bankruptcy	Bankruptcy	Bankruptcy
Z'' Score	6,56 X1 + 3,26 X2 + 6,72 X3 + 1,05 X4				
Z'' Score	1,100	1,518	-0,136	0,388	0,972
	Gray Area	Gray Area	Bankruptcy	Bankruptcy	Bankruptcy

Berdasarkan evaluasi dengan menggunakan Z Score tersebut di atas, diketahui bahwa dengan menggunakan model Z Score awal (Z) dan Z' sejak tahun 2007 atau 5 (lima) tahun sebelum BLTA mengumumkan *default* pembayaran hutang, nilai Z Score sudah diklasifikasi *bankruptcy* dan klasifikasi tersebut terjadi terus menerus sampai dengan Juni 2011. Hal ini sesuai dengan penelitian Altman bahwa potensi kebangkrutan sudah terlihat sejak 5 (lima) tahun sebelum perusahaan bangkrut atau menyatakan *default*.

Apabila menggunakan Z'' score, tahun kelima dan keempat ternyata masih klasifikasi *gray area*, namun tiga tahun terakhir diklasifikasikan bangkrut. Secara umum dapat disimpulkan bahwa evaluasi menggunakan Z Score, Z' Score dan Z'' Score, potensi kebangkrutan BLTA telah dapat diprediksi sejak 5 (lima) tahun sebelum BLTA mengumumkan bahwa mereka tidak mampu memenuhi kewajiban keuangannya baik kepada lembaga keuangan maupun kepada pemegang obligasi.

Apabila dikaitkan dengan komponen rasio Z Score, trend *working capital* yang negatif, *retained earning* yang menurun, EBIT yang menurun/negatif, dan peningkatan *total liabilities* serta penurunan *sales* sangat mempengaruhi nilai Z Score. Hal tersebut disebabkan oleh kondisi krisis ekonomi yang membebani industri angkutan kapal laut serta kebijakan manajemen BLTA yang membiayai kegiatan operasi dan investasi menggunakan hutang bank/lembaga keuangan dan penerbitan obligasi yang belum mampu mendorong peningkatan pendapatan perusahaan.

PENUTUP

Krisis ekonomi menyebabkan BLTA mengalami penurunan pendapatan. Berdasarkan analisis *cash flow* diketahui bahwa biaya operasional dan investasi BLTA dibiayai dari hutang. Kondisi tersebut ditambah dengan proses revaluasi aset menyebabkan BLTA mengalami penurunan pendapatan dan *net loss*. Kesulitan likuiditas yang dicerminkan oleh *cash to income ratio* yang rendah menyebabkan BLTA tidak dapat memenuhi kewajiban keuangannya (*default*). Berdasarkan evaluasi menggunakan Altman's Z Score (Z, Z', Z'') diketahui bahwa sejak tahun 2007 nilai yang dihasilkan berada dalam kategori bangkrut dan nilai tersebut terus berlanjut sampai dengan laporan keuangan Juni 2011. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa dengan menggunakan Altman's Z Score dapat secara dini memprediksi potensi kebangkrutan BLTA. Sangat disarankan apabila investor saham dan obligasi secara berkala melakukan analisis Z Score atas laporan keuangan emiten sehingga potensi kerugian investor dapat diminimalisasi.

DAFTAR PUSTAKA

Altman, E. I. (1993). *Corporate Financial Distress and Bankruptcy*. second edition. New York: John Wiley & Sons.

Brigham, E. F. (2002). *Intermediate Financial Management*, (seventh edition). South Western Publishing, Forth Worth.

<http://www.pefindo.com>

Kieso, D. E., Weygandt, J. J., Warfield, T. D. (2011). *Intermediate Accounting IFRS Edition Volume 1*. New York: John Wiley & Sons.

White, G. I., Sondhi, A. C., Fried, D. (2003). *The Analysis and Use of Financial Statements*. third edition. New York: John Wiley & Sons.

www.blc.co.id

www.idx.co.id