

## ANALISIS SIKLUS HIDUP PERUSAHAAN MODEL DICKINSON PADA PT ADHI KARYA PERIODE 2011–2024

Hilda Salman Said<sup>1\*</sup>, Wahdan Arum Inawati<sup>2</sup>, Ruri Octari Dinata<sup>3</sup>

<sup>1,2,3</sup>Program Studi Akuntansi, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Telkom,  
Bandung, Indonesia

[hildaiid@telkomuniversity.ac.id](mailto:hildaiid@telkomuniversity.ac.id)

[wahdananuminawati@telkomuniversity.ac.id](mailto:wahdananuminawati@telkomuniversity.ac.id)

[ruryoctari@telkomuniversity.ac.id](mailto:ruryoctari@telkomuniversity.ac.id)

\* Corresponding Author

Received: 01-12- 2025

Revised: 15-12-2025

Approved: 26-12-2025

### ABSTRAK

*Industri konstruksi dicirikan oleh intensitas modal yang tinggi dan celah yang signifikan antara laba akrual dengan arus kas nyata. Penelitian ini bertujuan untuk memetakan tahapan siklus hidup PT Adhi Karya (Persero) Tbk selama 14 tahun menggunakan model pola arus kas yang dikembangkan oleh Dickinson pada tahun 2011. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif deskriptif dengan metode studi kasus tunggal. Data terdiri dari laporan tahunan audit tahun 2011 hingga 2024 yang dianalisis melalui tanda (+/-) arus kas operasi, investasi, dan pendanaan. Temuan menunjukkan bahwa PT Adhi Karya mengalami evolusi siklus hidup yang dinamis. Perusahaan dominan berada pada tahap Introduction dan Growth selama era akselerasi infrastruktur (2014–2017) karena kebutuhan investasi dan pendanaan yang besar. Secara mengejutkan, perusahaan mencapai tahap Mature selama pandemi COVID-19 (2020–2021), yang menunjukkan resiliensi finansial. Pada tahun 2024, perusahaan bertransisi ke tahap Shake-out, yang mengindikasikan pergeseran strategis menuju penyehatan neraca (deleveraging) dan optimalisasi aset. Penelitian ini menyimpulkan bahwa transisi siklus hidup PT Adhi Karya mencerminkan kemampuan adaptasi strategis perusahaan dalam mengelola likuiditas di tengah penugasan infrastruktur nasional yang kompleks. Temuan mengenai tahap shake-out pada akhir periode pengamatan berfungsi sebagai instrumen deteksi dini yang menegaskan urgensi restrukturisasi aset guna menjaga stabilitas keuangan dan keberlanjutan perusahaan di masa depan.*

**Kata kunci:** Cash flow, Dickinson Model, firm life cycle, konstruksi, resiliensi

### PENDAHULUAN

Sektor BUMN di Indonesia memegang peran sentral dalam pembangunan infrastruktur nasional, sering kali menjadi ujung tombak untuk mengatasi defisit infrastruktur yang signifikan. Kondisi BUMN sangat dipengaruhi oleh kebijakan fiskal pemerintah, yang terlihat dari peningkatan suntikan modal (*equity injections*) yang substantial mencapai IDR 71,3 triliun pada tahun 2021, dengan separuhnya dialokasikan untuk BUMN infrastruktur serta pemberian subsidi dan pinjaman lunak. Dukungan fiskal ini merupakan respons strategis pemerintah untuk mendorong investasi infrastruktur dan mendukung pemulihan makroekonomi pasca-pandemi, terutama ketika investasi publik lainnya sempat tertunda atau dipangkas untuk membiayai paket fiskal COVID-19 (WorldBank, 2022). Namun, tidak jarang terjadi penurunan kinerja keuangan perusahaan konstruksi di Indonesia, seperti yang dialami salah satu perusahaan BUMN karya yang memiliki liabilitas besar dibandingkan BUMN lain (Fatima et al., 2024). Data menunjukkan bahwa sebanyak 68% perusahaan BUMN berpotensi mengalami kebangkrutan karena peningkatan utang hingga 1628 triliun (Fatima et al., 2024). Hal ini sejalan dengan temuan bahwa kinerja keuangan perusahaan konstruksi, baik BUMN maupun non-BUMN, menunjukkan perlambatan

bahkan cenderung menurun selama periode pandemi Covid-19 setelah sebelumnya mengalami peningkatan (Gunardja et al., 2022). Selain itu, penurunan pertumbuhan sektor konstruksi yang terus berlanjut sejak tahun 2019 hingga 2022 memperkuat indikasi adanya turbulensi dan dampak besar pada kinerja keuangan perusahaan, terlepas dari status kepemilikannya (Gunardja et al., 2022).

Demikian juga dalam konteks ini, PT Adhi Karya (ADHI), sebagai Badan Usaha Milik Negara (BUMN) sektor konstruksi, memainkan peranan penting dalam pelaksanaan Proyek Strategis Nasional (PSN), termasuk mengerjakan 47 proyek (Nityakanti, 2024). Sukardi (2022) melakukan penelitian kondisi kinerja keuangan BUMN konstruksi kurun waktu 2018-2019 merepresentasikan kondisi kinerja keuangan BUMN konstruksi termasuk PT Adhi Karya sebelum pandemi Covid-19, sedangkan 2020-2021 mencerminkan kondisi selama pandemi, menunjukkan bahwa rata-rata kinerja keuangan dan tingkat kesehatan BUMN tersebut secara signifikan lebih baik pada periode sebelum pandemi dibandingkan selama pandemi Covid-19. Industri konstruksi mengalami penurunan laba bersih paling tajam pada tahun 2020, dengan penurunan sebesar 242,89% yang disebabkan oleh dampak Covid-19, termasuk pemberlakuan PSBB yang menghambat pasokan bahan konstruksi, penundaan, dan pembatalan proyek konstruksi (Ferdinan & Kawedar, 2025). Selain itu, sebagian besar APBN untuk konstruksi dialihkan ke sektor kesehatan, yang berdampak negatif pada perusahaan konstruksi (Ferdinan & Kawedar, 2025). Temuan ini didukung oleh penelitian Hidayat et al. (2023), Ramdani (2024) bahwa kinerja keuangan perusahaan-perusahaan BUMN Karya berada dalam kondisi yang kurang baik. Penyebabnya adalah ketergantungan pada proyek infrastruktur pemerintah yang memicu tingkat utang tinggi dan arus kas operasional negatif (Ramdani, 2024). Kondisi ini diperparah oleh peningkatan beban keuangan, beban pokok pendapatan, beban administrasi dan umum yang tidak terkendali, kerugian penurunan nilai aset, serta dampak signifikan pandemi COVID-19 (Ramdani, 2024; Sukardi, 2022).

Untuk menghadapi ketidakpastian tersebut, manajemen perlu memahami posisi perusahaan dalam *firm life cycle*. Konsep *firm life cycle* menawarkan penjelasan naturalistik mengenai perkembangan strategi dan struktur organisasi, di mana setiap tahap ditandai oleh karakteristik strategi, struktur, penekanan administratif, serta permasalahan dan krisis manajerial yang berbeda (Miller & Friesen, 1984). Studi tersebut merupakan kajian longitudinal yang mengaitkan konsep *firm life cycle* dengan strategi, struktur, dan kinerja organisasi secara dinamis dari waktu ke waktu (Miller & Friesen, 1984). Teori *firm life cycle* menunjukkan bahwa strategi, risiko, dan kapabilitas perusahaan berubah seiring dengan transisi dari satu tahap ke tahap berikutnya. Pemahaman yang tepat mengenai tahapan ini memungkinkan manajer untuk menyesuaikan kebijakan keuangan secara lebih presisi (Habib & Hasan, 2019; Miller & Friesen, 1984).

Namun, pengukuran *firm life cycle* secara tradisional kerap menghadapi keterbatasan karena bergantung pada indikator proksi yang bersifat tidak langsung. Model klasik seperti yang dikemukakan oleh Miller & Friesen, 1984 menggunakan karakteristik organisasi dan pola strategi sebagai dasar klasifikasi tahap *firm life cycle*, sementara Anthony & Ramesh (1992) mengandalkan variabel keuangan komposit seperti usia perusahaan, pertumbuhan penjualan, belanja modal, dan kebijakan dividen, yang sensitif terhadap perbedaan kebijakan akuntansi dan konteks industri. Sebagai alternatif yang lebih deterministik, Dickinson (2011) memperkenalkan model *firm life*

*cycle* berbasis pola arus kas, dengan argumen bahwa kombinasi arus kas dari aktivitas operasi, investasi, dan pendanaan merepresentasikan kapabilitas ekonomi dan strategi riil perusahaan yang relatif lebih sulit dimanipulasi dibandingkan laba berbasis akrual (Habib & Hasan, 2019).

Penggunaan model pola arus kas menjadi sangat relevan jika diterapkan pada industri konstruksi seperti PT Adhi Karya. Karakteristik industri ini unik; pengakuan pendapatan berbasis akrual sering kali tidak sejalan dengan arus kas masuk riil karena sistem pembayaran termin proyek yang panjang. Pola arus kas operasi yang negatif di tengah pertumbuhan pendapatan yang tinggi sering kali menyesatkan jika dianalisis menggunakan rasio keuangan tradisional. Model Dickinson (2011) mampu membedakan apakah arus kas negatif tersebut merupakan indikasi tahap *Growth* yang ekspansif atau justru tahap *Decline* yang mengkhawatirkan. Penelitian ini menetapkan rentang waktu pengamatan yang panjang, yaitu dari tahun 2011 hingga 2024. Periode 14 tahun ini sangat krusial karena mencakup tiga fase besar ekonomi Indonesia: masa transisi sebelum akselerasi infrastruktur masif (2011-2013), era keemasan pembangunan Proyek Strategis Nasional (2014-2019), hingga fase turbulensi pandemi COVID-19 dan pemulihan (2020-2024). Analisis longitudinal ini memungkinkan peneliti untuk melihat bagaimana PT Adhi Karya melakukan navigasi strategi dan pergeseran fase *firm life cycle* dalam merespons dinamika kebijakan fiskal dan guncangan eksternal.

Meskipun studi mengenai kinerja keuangan BUMN Karya telah banyak dilakukan (Hidayat et al., 2023; Sukardi, 2022), namun penelitian yang secara spesifik memetakan *firm life cycle* menggunakan Model Dickinson pada entitas tunggal BUMN konstruksi dengan rentang waktu lebih dari satu dekade masih sangat terbatas. Berdasarkan telaah atas penelitian terdahulu, terdapat beberapa celah penelitian yang belum terisi secara memadai. Pertama, penerapan model *firm life cycle* berbasis arus kas secara konsisten masih terbatas, karena sebagian besar penelitian di Indonesia masih menggunakan indikator komposit seperti pertumbuhan penjualan, kebijakan dividen, dan likuiditas dalam mengklasifikasikan tahap *firm life cycle* (Andriyani, 2013; Qodriyah, 2012), sementara studi yang menggunakan arus kas lebih banyak diarahkan untuk menguji relevansi laba atau hubungan variabel tertentu, bukan untuk memetakan *firm life cycle* secara utuh. Kedua, mayoritas penelitian menggunakan desain lintas perusahaan dengan periode pengamatan relatif pendek, baik pada sektor manufaktur maupun jasa, sehingga belum mampu menangkap dinamika transisi fase *firm life cycle* secara longitudinal (Gumanti & Puspitasari, 2008; Permana & Ugut, 2021; Sarah et al., 2019). Ketiga, meskipun beberapa penelitian telah mengkaji sektor konstruksi dan BUMN, fokus kajiannya lebih menekankan pada siklus operasi, modal kerja, atau kebijakan keuangan tertentu, dan belum secara khusus memusatkan analisis pada satu BUMN konstruksi sebagai studi mendalam yang memetakan *firm life cycle* berbasis arus kas (Permana & Ugut, 2021; Sarah et al., 2019; Sitinjak & Warastuti, 2021). Oleh karena itu, penelitian ini memosisikan diri untuk mengisi celah tersebut dengan menganalisis *firm life cycle* PT Adhi Karya (Persero) Tbk secara longitudinal menggunakan model Dickinson, sehingga diharapkan dapat memberikan kontribusi empiris baru dalam literatur *firm life cycle* pada konteks BUMN sektor konstruksi.

Oleh karena itu, penelitian ini bertujuan untuk menganalisis secara mendalam evolusi *firm life cycle* PT Adhi Karya periode 2011–2024 melalui pendekatan pola arus kas Dickinson (2011). Dengan memetakan transisi evolusi *firm life cycle*, penelitian ini diharapkan dapat memberikan gambaran yang lebih transparan mengenai efektivitas

pengelolaan likuiditas perusahaan di tengah beban penugasan negara yang tinggi. Disamping itu, secara akademis, penelitian ini berkontribusi dalam memperluas aplikasi teori *firm life cycle* Dickinson pada sektor konstruksi di pasar berkembang. Secara praktis, temuan ini dapat menjadi instrumen evaluasi bagi manajemen PT Adhi Karya dan Pemerintah selaku pemegang saham dalam merumuskan strategi restrukturisasi yang tepat. Identifikasi tahap *firm life cycle* yang akurat menjadi kunci utama agar kebijakan deleveraging dan optimalisasi aset yang sedang ditempuh perusahaan dapat berjalan efektif demi keberlanjutan bisnis jangka panjang.

## KAJIAN TEORI

### *Firm Life Cycle Theory*

*Firm life cycle theory* perusahaan berpijak pada analogi biologis yang memandang perusahaan sebagai entitas dinamis yang berkembang melalui tahapan kelahiran, pertumbuhan, kedewasaan, dan penurunan. Analogi ini mengimplikasikan bahwa seiring dengan bertambahnya usia dan kompleksitas organisasi, karakteristik permasalahan serta tantangan manajerial yang dihadapi akan berubah secara fundamental. Menurut Miller & Friesen (1984), transisi antar tahap *firm life cycle* tersebut tidak bersifat kebetulan atau linier, melainkan merupakan proses multidimensional yang dipengaruhi oleh interaksi antara gaya manajerial, struktur organisasi, strategi kompetitif, serta kemampuan perusahaan beradaptasi terhadap lingkungan eksternal.

Dalam perspektif akuntansi dan keuangan, teori *firm life cycle* sangat krusial karena telah menerima minat yang besar dan ditunjukkan memiliki efek yang signifikan pada pelaporan keuangan, kebijakan keuangan, dan mekanisme tata kelola perusahaan (Habib & Hasan, 2019). Lebih lanjut Habib & Hasan (2019) menjelaskan setiap fase *firm life cycle* mencerminkan perbedaan, antara lain: profil risiko, tingkat profitabilitas, dan kebutuhan pendanaan. Pemahaman terhadap posisi *firm life cycle* bahkan memungkinkan manajemen untuk memperbaiki legitimasinya dengan mengadaptasi karakteristik dewan direksi, seperti ukuran dewan, independensi direktur, modal dewan, dan keberagaman, guna secara strategis mencapai, mempertahankan atau memperbaiki legitimasi perusahaan di mata para pemangku kepentingan yanguntutannya juga berevolusi seiring waktu (Perrault & McHugh, 2015).

### *Evolusi Model Pengukuran Firm Life Cycle*

Pengukuran tahap *firm life cycle* telah mengalami transformasi metodologis yang signifikan dalam tiga dekade terakhir. Evolusi ini mencerminkan upaya para peneliti untuk menemukan indikator yang paling objektif dan mampu menangkap realitas ekonomi perusahaan secara akurat.

#### *Model Komposit Anthony dan Ramesh (1992)*

Anthony & Ramesh (1992) menyelidiki implikasi teori *firm life cycle* terhadap respons pasar saham terhadap ukuran kinerja akuntansi. Mereka berhipotesis bahwa respons pasar saham terhadap pertumbuhan penjualan dan investasi modal adalah fungsi dari tahap *firm life cycle*. Untuk mengklasifikasikan perusahaan ke dalam tahap *firm life cycle*, mereka menggunakan kombinasi empat variabel: (1) pembayaran dividen sebagai persentase pendapatan (DP), (2) pertumbuhan penjualan (SC), (3) pengeluaran modal sebagai persentase total nilai perusahaan (CEV), dan (4) usia perusahaan (AGE).

Model ini didasarkan pada ekspektasi bahwa perusahaan pada tahap pertumbuhan akan menunjukkan pertumbuhan penjualan yang tinggi, melakukan investasi proporsional yang lebih besar dalam pabrik dan peralatan, dan memiliki rasio pembayaran dividen yang lebih rendah. Sebaliknya, perusahaan pada tahap stagnan akan menunjukkan karakteristik yang berlawanan, dengan pembayaran dividen yang lebih tinggi, pertumbuhan penjualan dan investasi modal yang rendah, serta usia yang lebih tua. Mereka menguji hipotesis bahwa pertumbuhan penjualan positif dan pengeluaran modal paling (paling tidak) dihargai oleh pasar modal selama tahap pertumbuhan (stagnan) Perusahaan (Tabel 1).

Hasil empiris mereka menunjukkan penurunan yang hampir monoton pada koefisien respons pertumbuhan penjualan tak terduga dan investasi modal tak terduga dari tahap pertumbuhan ke tahap stagnan. Analisis tambahan menunjukkan bahwa hubungan ini tidak didorong oleh efek ukuran perusahaan, perbedaan risiko, atau kesalahan pengukuran pada proksi untuk ukuran kinerja. Namun, makalah ini juga mencatat keterbatasan seperti kualitas proksi *firm life cycle* mereka, kemungkinan variabel tersembunyi yang berkorelasi, dan bias pemilihan sampel karena tidak adanya banyak perusahaan start-up.

**Tabel 1.**  
**Ekspektasi untuk Deskriptor Spesifik Perusahaan pada Tahap Siklus Hidup**  
**(Anthony & Ramesh, 1992)**

FIRM LIFE CYCLE	DESKRIPSI TAHAPAN SIKLUS HIDUP			
	Pembayaran Dividen (DP)	Pertumbuhan Penjualan (SC)	Belanja Modal (CEV)	Usia Perusahaan (AGE)
GROWTH	Rendah	Tinggi	Tinggi	Muda
MATURE	Sedang	Sedang	Sedang	Dewasa
STAGNAN	Tinggi	Rendah	Rendah	Tua

DP: Pembayaran dividen sebagai persentase pendapatan.

SC: Persentase pertumbuhan penjualan.

CEV: Belanja modal sebagai persentase total nilai perusahaan (nilai pasar ekuitas ditambah nilai buku utang jangka panjang).

AGE: Usia perusahaan.

Anthony & Ramesh (1992) mengelompokkan perusahaan ke dalam tahapan *firm life cycle* menggunakan sejumlah deskriptor spesifik perusahaan, baik secara univariat maupun multivariat dalam bentuk model komposit. Deskriptor yang digunakan meliputi rasio pembayaran dividen, pertumbuhan penjualan, pengeluaran modal relatif terhadap nilai perusahaan, serta usia perusahaan, yang kemudian digabungkan untuk membentuk skor klasifikasi tahap *firm life cycle*. Namun, model ini memiliki beberapa keterbatasan utama, antara lain ketergantungannya pada proksi keuangan yang juga dapat merepresentasikan fenomena ekonomi lain seperti risiko atau masalah arus kas, serta penggunaan skor komposit dengan bobot dan batasan kelompok yang bersifat arbitrer tanpa dasar teoritis yang kuat. Selain itu, fokus pada metrik akuntansi yang rentan terhadap kebijakan manajerial dan manipulasi serta pengelompokan berbasis *snapshot* variabel keuangan membuat model ini kurang mampu menangkap dinamika evolusi *firm life cycle* secara mendalam dan berkelanjutan.

*Model Pola Arus Kas Dickinson (2011)*

Menanggapi keterbatasan model komposit, Victoria Dickinson, (2011)

memperkenalkan pendekatan baru yang berbasis sepenuhnya pada laporan arus kas. Dickinson berargumen bahwa laporan arus kas merupakan cerminan dari strategi bisnis riil, mencakup keputusan operasional, investasi, dan pendanaan yang secara kolektif mendefinisikan posisi ekonomi perusahaan. Dalam model ini, perusahaan diklasifikasikan ke dalam lima tahap (tumbuh, berkembang, dewasa, guncangan, atau menurun) berdasarkan kombinasi tanda positif (+) atau negatif (-) dari arus kas operasi, investasi, dan pendanaan.

Model Dickinson (2011) menawarkan keunggulan metodologis yang lebih kuat, terutama bagi penelitian studi kasus tunggal pada industri spesifik seperti konstruksi. Pertama, model ini bersifat deterministik dan otonom, di mana posisi perusahaan ditentukan oleh pola internalnya sendiri tanpa perlu dibandingkan dengan perusahaan lain. Kedua, model ini bersifat non-sekuensial, yang mengakui realitas bahwa perusahaan adalah entitas dinamis yang bisa melompat antar tahap (misalnya dari tahap *Mature* kembali ke *Growth* melalui inovasi strategis). Ketiga, karena berbasis arus kas, model ini lebih tahan terhadap distorsi kebijakan akrual atau manipulasi laba (*earnings management*), sehingga memberikan sinyal yang lebih murni mengenai kondisi kesehatan finansial perusahaan secara riil.

Inti dari cara kerja model ini adalah penggunaan pola arus kas dari aktivitas operasi, investasi, dan pendanaan untuk mengklasifikasikan perusahaan ke dalam tahapan *firm life cycle*. Model Dickinson diawali dengan analisis arus kas yang menelaah kombinasi tanda, yaitu positif atau negatif, dari tiga jenis arus kas perusahaan. Ketiga arus kas tersebut meliputi arus kas dari aktivitas operasi, arus kas dari aktivitas investasi, dan arus kas dari aktivitas pendanaan.

Berdasarkan prediksi teori ekonomi mengenai *firm life cycle*, kombinasi tanda dari ketiga arus kas tersebut membentuk delapan pola arus kas yang berbeda. Delapan pola arus kas ini kemudian dipetakan ke dalam lima tahapan *firm life cycle*, yaitu tahap pengenalan (*introduction*), pertumbuhan (*growth*), kedewasaan (*mature*), guncangan (*shake-out*), dan penurunan (*decline*). Proses klasifikasi dalam model ini bersifat organik, karena penentuan tahap *firm life cycle* merupakan hasil langsung dari kinerja perusahaan dan alokasi sumber dayanya. Dengan demikian, klasifikasi tidak didasarkan pada penugasan ad hoc atau pengurutan berdasarkan metrik tunggal seperti usia perusahaan atau pertumbuhan penjualan. Dengan demikian, model ini menyediakan indikator *firm life cycle* yang ringkas dan bebas dari asumsi distribusi, serta menggunakan seluruh informasi keuangan yang terkandung dalam arus kas untuk mencerminkan alokasi sumber daya dan kapabilitas operasional perusahaan.

Berikut adalah yang menunjukkan tanda (positif/negatif) untuk arus kas dari aktivitas operasi, investasi, dan pendanaan. Tabel 2 menyajikan delapan pola arus kas yang berbeda berdasarkan kombinasi tanda tersebut.

**Tabel 2.**  
**Predicted Sign (Dickinson, 2011)**

	1	2	3	4	5	6	7	8
	Introduction	Growth	Mature	Shake-out	Shake-out	Shake-out	Decline	Decline
<b>Predicted Sign</b>								
Cash flows from operating activities	-	+	+	-	+	+	-	-
Cash flows from Investing activities	-	-	-	-	+	+	+	+
Cash flows from Financing activities	+	+	-	-	+	-	+	-

## METODE PENELITIAN

### *Desain Penelitian*

Penelitian ini menggunakan pendekatan deskriptif kuantitatif dengan metode studi kasus. Penelitian bertujuan untuk memetakan tahapan *firm life cycle* dengan mengadopsi model klasifikasi arus kas yang dikembangkan oleh Dickinson (2011).

### *Objek dan Prosedur Pemilihan Sampel*

Objek dalam penelitian ini adalah PT Adhi Karya (Persero) Tbk. Penentuan objek dilakukan dengan metode Purposive Sampling, yaitu pemilihan sampel berdasarkan kriteria tertentu untuk menjawab tujuan penelitian secara spesifik. Adapun kriteria yang digunakan adalah: (1) relevansi sektor, dimana perusahaan bergerak di sektor konstruksi dan infrastruktur, yang merupakan sektor dengan intensitas modal tinggi (*capital intensive*) dan memiliki kompleksitas pengakuan pendapatan (metode persentase penyelesaian/*percentage of completion*), sehingga analisis berbasis arus kas menjadi sangat relevan, (2) status emiten, perusahaan terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan kode saham ADHI, sehingga memiliki laporan keuangan tahunan yang telah diaudit oleh akuntan publik, menjamin validitas dan reliabilitas data, (3) ketersediaan data (*time-series*), perusahaan memiliki data laporan keuangan yang lengkap secara berturut-turut untuk periode pengamatan 2011 hingga 2024 (14 tahun). Durasi ini dianggap cukup untuk menangkap dinamika perubahan *firm life cycle* dalam berbagai kondisi ekonomi, (4) representasi nasional, dimana PT Adhi Karya (Persero) merupakan salah satu Badan Usaha Milik Negara (BUMN) Karya, sehingga dapat menjadi representasi dari kebijakan pembangunan infrastruktur nasional di Indonesia dalam satu dekade terakhir.

### *Jenis dan Sumber Data*

Data yang digunakan adalah data sekunder berupa laporan tahunan (*annual report*) dan laporan keuangan auditan PT Adhi Karya (Persero) Tbk periode 2011-2024. Data diperoleh melalui laman resmi Bursa Efek Indonesia ([www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)) dan situs resmi Perusahaan (Karya, n.d.).

### *Teknik Analisis Data*

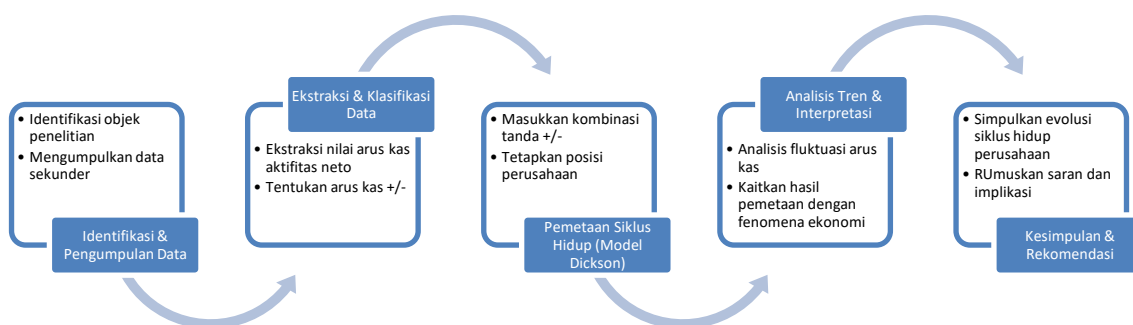
Tahapan analisis data dalam penelitian ini meliputi: (1) ekstraksi data dengan mengambil nilai arus kas neto dari aktivitas operasi (CFO), aktivitas investasi (CFI), dan aktivitas pendanaan (CFF), (2) klasifikasi pola, dengan menentukan tanda (+/-) pada masing-masing kategori arus kas, dan (3) pemetaan *firm life cycle*, dengan mengklasifikasikan perusahaan ke dalam tahap *Introduction*, *Growth*, *Mature*, *Shake-out*, atau *Decline* berdasarkan pola kombinasi arus kas sesuai teori Dickinson (2011).

### *Alur Metode Penelitian*

Prosedur penelitian ini dirancang secara terstruktur untuk memastikan ketajaman analisis dalam memetakan dinamika *firm life cycle* entitas melalui pendekatan kuantitatif deskriptif, mengadopsi kerangka kerja operasional Dickinson (2011). Selain itu, desain analisis longitudinal selama 14 tahun disusun merujuk pada pendekatan Miller & Friesen (1984) guna menangkap dinamika transisi strategi dan struktur organisasi secara berkelanjutan. Alur penelitian dimulai dari tahap pengumpulan data laporan keuangan auditan selama periode penelitian, yang

kemudian diikuti dengan ekstraksi komponen arus kas neto untuk diklasifikasikan berdasarkan pola tanda operasional, investasi, dan pendanaan sesuai kerangka teoretis Dickinson (Gambar 1). Tahapan ini menjadi krusial untuk menjamin bahwa pemetaan fase Perusahaan, mulai dari tahap *introduction* hingga *shake-out* yang dilakukan secara deterministik dan objektif sebelum diinterpretasikan lebih lanjut dalam konteks strategi bisnis riil Perusahaan. Berikut alur metode penelitian:

1. Tahap Identifikasi & Pengumpulan Data
  - a. Mengidentifikasi objek penelitian yaitu PT Adhi Karya (Persero) Tbk.
  - b. Mengumpulkan data sekunder berupa laporan tahunan (annual report) dan laporan keuangan auditan periode 2011–2024 dari Bursa Efek Indonesia.
2. Tahap Ekstraksi & Klasifikasi Data
  - a. Mengekstraksi nilai arus kas neto dari tiga aktivitas utama: Operasi (CFO), Investasi (CFI), dan Pendanaan (CFF).
  - b. Menentukan tanda positif (+) atau negatif (-) pada masing-masing kategori arus kas tahunan sebagai dasar pengelompokan.
3. Tahap Pemetaan *firm life cycle* (Model Dickinson)
  - a. Memasukkan kombinasi tanda (+/-) ke dalam matriks klasifikasi Dickinson (2011).
  - b. Menetapkan posisi perusahaan ke dalam salah satu dari lima tahap: Introduction, Growth, Mature, Shake-out, atau Decline.
4. Tahap Analisis Tren & Interpretasi
  - a. Menganalisis fluktuasi nominal arus kas melalui grafik tren untuk melihat volatilitas dana riil.
  - b. Mengaitkan hasil pemetaan dengan fenomena ekonomi, kebijakan infrastruktur nasional, dan strategi internal perusahaan.
5. Tahap Kesimpulan & Rekomendasi
  - a. Menyimpulkan evolusi *firm life cycle* selama 14 tahun sesuai tujuan penelitian.
  - b. Merumuskan saran dan implikasi strategis bagi manajemen dan pemegang saham untuk keberlanjutan perusahaan.



Gambar 1  
Alur Metode Penelitian

## HASIL DAN PEMBAHASAN

Sesuai dengan tahap pertama dalam metodologi, penelitian ini berfokus pada PT Adhi Karya (Persero) Tbk sebagai objek studi kasus tunggal. Pemilihan sampel dilakukan menggunakan metode *purposive sampling* dengan kriteria utama berupa

relevansi sektor konstruksi yang memiliki intensitas modal tinggi serta ketersediaan data laporan keuangan yang lengkap selama 14 tahun. Seluruh data sekunder berupa laporan tahunan (*annual report*) dan laporan keuangan auditan periode 2011-2024 telah berhasil dikumpulkan melalui laman resmi Bursa Efek Indonesia atau situs resmi perusahaan. Hal ini memastikan validitas data yang akan digunakan pada tahap analisis berikutnya.

Memasuki tahap kedua, dilakukan proses ekstraksi nilai arus kas neto dari tiga aktivitas utama perusahaan: operasi (CFO: *Cash Flow from Operating*), investasi (CFI: *Cash Flow from Investing*), dan pendanaan (CFF: *Cash Flow from Financing*). Setiap komponen tersebut kemudian diklasifikasikan dengan menentukan tanda positif (+) atau negatif (-) sebagai indikator dasar untuk menentukan posisi siklus hidup perusahaan. Hasil ekstraksi dan klasifikasi tanda arus kas tahunan dari laporan keuangan PT Adhi Karya disajikan secara sistematis. Pada tahap ketiga, kombinasi tanda (+/-) yang telah diperoleh dimasukkan ke dalam matriks klasifikasi Dickinson (2011) untuk menetapkan posisi perusahaan ke dalam salah satu dari lima tahap siklus hidup. Hasil pemetaan menunjukkan dinamika transisi yang dinamis merespons kebijakan infrastruktur nasional. Kedua tahap ini dirangkum pada Tabel 3.

Tahap keempat melakukan analisis tren dan interpretasi. Analisis terhadap pola arus kas PT Adhi Karya (Persero) Tbk selama periode 2011-2024 mengungkapkan dinamika transisi *firm life cycle* yang sangat fluktuatif, mencerminkan besarnya pengaruh penugasan infrastruktur nasional terhadap struktur keuangan Perusahaan. Terlihat pada Tabel 3, pada periode awal (2011-2013), perusahaan menunjukkan karakteristik tahap *Growth* yang stabil, di mana arus kas operasi yang positif didukung oleh pendanaan eksternal untuk memperkuat basis modal. Namun, memasuki tahun 2014 hingga 2017, terjadi pergeseran signifikan ke tahap *Introduction*. Pola arus kas operasional (CFO) yang sering kali negatif pada fase ini mengonfirmasi teori Dickinson (2011) bahwa perusahaan pada tahap awal atau ekspansi masif sering kali mengalami *burn rate* kas operasi yang tinggi karena investasi pada modal kerja belum menghasilkan aliran masuk kas yang sepadan. Dalam konteks konstruksi, hal ini dipertegas oleh Habib & Hasan (2019) yang menyatakan bahwa intensitas modal pada proyek besar sering kali menciptakan *mismatch* antara pengakuan pendapatan akrual dan realisasi arus kas riil.

**Tabel 3.**

**Klasifikasi *Firm Life Cycle* PT Adhi Karya (2011-2024)**

Tahun	CFO	CFI	CFF	<i>Firm Life Cycle</i>	Interpretasi Strategis
2011	+	-	-	<i>Mature</i>	Stabilitas: operasi mendanai investasi & utang.
2012-2013	+	-	+	<i>Growth</i>	Ekspansi: memanfaatkan pendanaan eksternal.
2014	-	-	+	<i>Introduction</i>	Agresi: investasi masif melampaui kas operasional.
2015	+	-	+	<i>Growth</i>	Pertumbuhan cepat dengan dukungan pendanaan kuat.
2016-2017	-	-	+	<i>Introduction</i>	<i>Capital intensity</i> tinggi: defisit operasional.
2018-2019	+	-	+/-	<i>Mature / Growth</i>	Pemulihan kas operasi dari termin proyek strategis.
2020-2021	+	-	-	<i>Mature</i>	Resiliensi Pandemi: efisiensi ketat & penundaan investasi.
2022-2023	+	-	+	<i>Growth</i>	Ekspansi pasca-pandemi: kembali menarik

Tahun	CFO	CFI	CFF	Firm Life Cycle	Interpretasi Strategis
					pendanaan.
2024	+	+	-	Shake-out	Deleveraging: divestasi aset untuk melunasi kewajiban.

Dinamika menarik terlihat pada periode 2020–2021, di mana PT Adhi Karya bertransisi ke tahap *Mature* di tengah tekanan pandemi COVID-19. Secara teoretis, menurut Dickinson (2011), tahap *Mature* ditandai dengan CFO positif yang mampu menutupi aktivitas investasi (CFI) dan pendanaan (CFF). Pencapaian ini dalam kondisi krisis menunjukkan resiliensi finansial yang tinggi. Hal ini sejalan dengan argumen Victoria Dickinson (2011) bahwa perusahaan dewasa memiliki efisiensi operasional yang lebih baik dan kemampuan untuk memitigasi risiko eksternal. Di sini, Adhi Karya melakukan manajemen likuiditas dengan menunda belanja modal non-prioritas (CFI tetap negatif namun terkendali) dan menggunakan kas operasi untuk pelunasan kewajiban (CFF negatif), sebuah langkah yang oleh Perrault & McHugh (2015) disebut sebagai upaya mempertahankan legitimasi di mata pemangku kepentingan saat terjadi guncangan pasar.

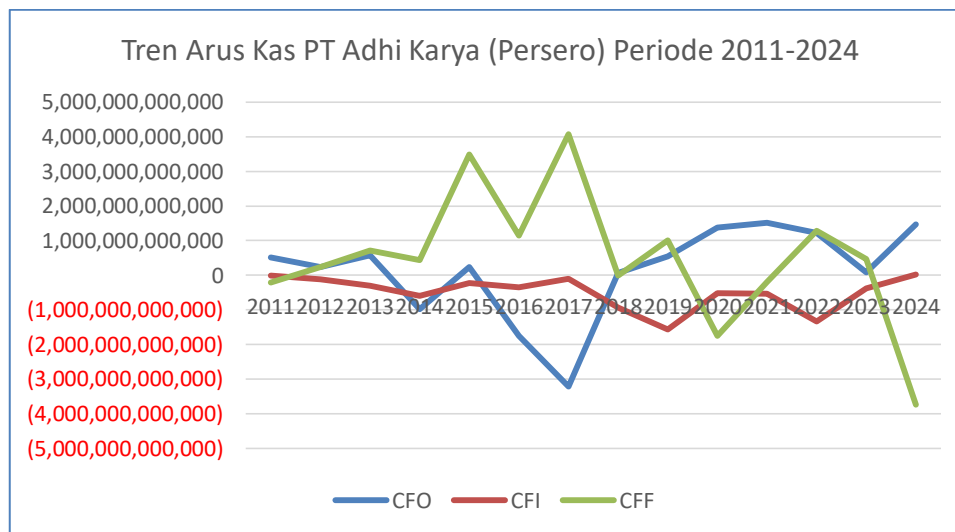
Memasuki periode pasca-pandemi (2022–2023), perusahaan kembali ke tahap *Growth*, yang ditandai dengan kembalinya arus kas pendanaan ke posisi positif (CFF +). Fenomena ini menunjukkan pemulihan kepercayaan kreditur, namun menurut Habib & Hasan (2019), kembalinya ke fase *Growth* setelah fase *Mature* sering kali membutuhkan pengawasan ketat terhadap rasio *leverage*. Hal ini dikarenakan pertumbuhan yang didorong kembali oleh utang eksternal dapat meningkatkan profil risiko perusahaan secara keseluruhan jika tidak diimbangi dengan perputaran kas operasi yang cepat.

Temuan paling krusial dalam penelitian ini adalah transisi PT Adhi Karya ke tahap *Shake-out* pada tahun 2024 dengan pola (+, +, -). Dickinson (2011) mendefinisikan tahap *Shake-out* sebagai fase di mana perusahaan mulai melakukan penyesuaian struktural. Arus kas investasi yang menjadi positif (CFI +) mengindikasikan adanya divestasi aset atau pelepasan unit bisnis untuk likuiditas. Literatur pendukung yang merujuk pada Dickinson sering mengaitkan fase ini dengan strategi ‘penyehatan’ neraca atau *deleveraging*. Dengan menggunakan kas dari operasi dan hasil penjualan aset untuk membayar utang (CFF -), perusahaan secara sadar sedang mengurangi ukuran neracanya demi meningkatkan fleksibilitas keuangan di masa depan.

Secara keseluruhan, pemetaan ini membuktikan bahwa *firm life cycle* tidak selalu bersifat linier (sekuensial). Sebagaimana dinyatakan oleh Dickinson (2011), perusahaan dapat berpindah antar fase secara dinamis tergantung pada keputusan strategis internal dan tekanan makro. Tahap *shake-out* di tahun 2024 bukan merupakan tanda penurunan (*decline*), melainkan fase transisi yang krusial. Temuan ini menegaskan bahwa strategi optimalisasi aset dan restrukturisasi utang yang dilakukan PT Adhi Karya adalah langkah adaptif yang tepat guna memastikan perusahaan memiliki fondasi keuangan yang lebih ramping (*lean*) untuk menghadapi siklus pembangunan infrastruktur berikutnya.

Setelah mengklasifikasikan tahapan *firm life cycle* melalui pola tanda arus kas pada tabel sebelumnya, penting untuk melihat sejauh mana intensitas dan fluktuasi nilai riil dari setiap aktivitas tersebut. Oleh karena itu, grafik tren arus kas berikut (Gambar 2) disajikan untuk memvisualisasikan besaran nominal serta volatilitas pergerakan

dana yang mempertegas dinamika transisi strategis PT Adhi Karya selama periode pengamatan.



Gambar 2

#### Tren Arus Kas PT Adhi Karya (Persero) Periode 2011-2024

Terlihat pada Gambar 2, pada periode 2014 hingga 2017, grafik menunjukkan lonjakan tajam pada garis arus kas pendanaan (CFF) yang mencapai titik puncaknya, sementara arus kas operasi (CFO) berada pada posisi defisit yang cukup dalam. Fenomena ini secara visual mempertegas kondisi 'celah kas' yang menjadi karakteristik industri konstruksi, di mana ketergantungan pada eksternalitas pendanaan menjadi mesin utama untuk menggerakkan proyek-proyek infrastruktur berskala besar di tengah keterlambatan realisasi arus kas masuk dari aktivitas operasional.

Memasuki fase turbulensi ekonomi akibat pandemi COVID-19 pada rentang 2020–2021, grafik menunjukkan pergerakan yang berlawanan arah secara ekstrem antara garis operasional dan pendanaan. Peningkatan garis CFO ke area positif yang cukup signifikan di saat garis CFF jatuh ke area negatif menunjukkan terjadinya konsolidasi internal yang kuat. Dalam perspektif manajemen keuangan, tren ini menggambarkan keberhasilan perusahaan dalam melakukan 'pengetatan ikat pinggang' melalui penghematan biaya dan percepatan penagihan piutang untuk menjaga likuiditas mandiri tanpa harus menambah beban utang baru, sebuah indikasi resiliensi yang tidak terlihat hanya dari angka laba akrual semata.

Pada akhir periode pengamatan tahun 2024, grafik menampilkan anomali yang paling menonjol berupa terjunnya garis CFF ke titik terendah sepanjang 14 tahun terakhir, yang dibarengi dengan naiknya garis arus kas investasi (CFI) mendekati garis nol. Pergerakan grafik ini secara empiris menggambarkan strategi *deleveraging* yang agresif, di mana perusahaan secara masif menggunakan seluruh sumber daya kasnya, termasuk hasil dari optimalisasi asset terutama asset investasi keuangan, untuk memangkas liabilitas jangka panjang. Dinamika pada grafik ini memberikan kesimpulan visual yang kuat bahwa PT Adhi Karya sedang berada pada titik balik strategis untuk memperbaiki struktur modalnya demi menjamin stabilitas keuangan jangka panjang.

## KESIMPULAN

Penelitian ini berhasil memetakan evolusi *firm life cycle* PT Adhi Karya (Persero) Tbk selama periode 14 tahun (2011-2024) dengan menggunakan model pola arus kas Dickinson (2011). Hasil pemetaan menunjukkan bahwa perusahaan mengalami dinamika transisi fase yang non-linier dan sangat adaptif terhadap kebijakan infrastruktur nasional serta kondisi makroekonomi. Selama era akselerasi infrastruktur (2014-2017), perusahaan dominan berada pada tahap *Introduction* dan *Growth* yang ditandai dengan ketergantungan tinggi pada pendanaan eksternal untuk menutupi defisit kas operasi. Namun, perusahaan membuktikan resiliensi finansial dengan mencapai tahap *Mature* selama masa pandemi COVID-19 (2020-2021) melalui strategi efisiensi dan pengelolaan likuiditas yang disiplin.

Temuan paling krusial pada akhir periode pengamatan tahun 2024 menunjukkan transisi perusahaan ke tahap *Shake-out*. Berdasarkan pola arus kas yang dihasilkan, fase ini merepresentasikan titik balik strategis di mana PT Adhi Karya mulai memprioritaskan penyehatan neraca (*deleveraging*) melalui optimalisasi aset untuk melunasi kewajiban jangka panjang. Secara keseluruhan, penggunaan model Dickinson dalam penelitian ini memberikan gambaran yang transparan bahwa navigasi siklus hidup perusahaan merupakan respons adaptif untuk menjaga keberlanjutan bisnis di tengah beban penugasan negara yang tinggi. Identifikasi tahap *shake-out* ini menjadi instrumen penting bagi pemangku kepentingan dalam memvalidasi efektivitas strategi restrukturisasi yang sedang ditempuh perusahaan.

## SARAN DAN IMPLIKASI

Berdasarkan temuan mengenai transisi *firm life cycle* PT Adhi Karya (Persero) Tbk, penelitian ini memberikan beberapa implikasi strategis baik bagi manajemen perusahaan maupun bagi pemerintah selaku pemegang saham. Secara manajerial, posisi perusahaan yang berada pada tahap *shake-out* di tahun 2024 menuntut manajemen untuk tetap konsisten pada jalur penyehatan neraca melalui strategi *deleveraging* yang terukur. Perusahaan disarankan untuk terus mengoptimalkan aset-aset yang memiliki tingkat pengembalian rendah melalui skema divestasi atau *asset recycling*, sehingga likuiditas yang diperoleh dapat dialokasikan untuk menurunkan beban bunga dan memperkuat struktur modal jangka panjang. Selain itu, manajemen perlu meningkatkan efisiensi operasional agar arus kas operasi (CFO) tetap terjaga positif, mengingat stabilitas CFO merupakan kunci utama bagi perusahaan untuk menavigasi fase turbulensi finansial tanpa bergantung sepenuhnya pada pendanaan eksternal.

Secara kebijakan, Pemerintah melalui Kementerian BUMN diharapkan dapat memberikan dukungan terhadap langkah-langkah restrukturisasi yang sedang ditempuh perusahaan, termasuk memberikan fleksibilitas dalam strategi divestasi aset strategis. Temuan ini mengimplikasikan bahwa keberhasilan pengerjaan Proyek Strategis Nasional (PSN) di masa depan sangat bergantung pada kesehatan finansial BUMN Karya, sehingga kebijakan pemberian tugas baru harus disesuaikan dengan kapasitas arus kas riil perusahaan agar tidak menjerumuskan entitas kembali ke tahap *decline* yang berisiko. Bagi peneliti selanjutnya, disarankan untuk memperluas cakupan penelitian dengan melakukan studi komparatif antar BUMN Karya lainnya atau menggunakan variabel moderasi seperti tata kelola perusahaan (*corporate governance*) guna melihat efektivitas transisi *firm life cycle* dalam meningkatkan nilai perusahaan di pasar modal.

#### DAFTAR PUSTAKA

- Andriyani, I. (2013). Pengaruh Laba dan Arus Kas Terhadap Nilai Pasar Saham Berdasarkan Siklus Hidup Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Kolegial*, 1(2), 46–58.
- Anthony, H., & Ramesh, K. (1992). Association between accounting performance measures and stock prices A test of the life cycle hypothesis \*. *Journal of Accounting and Economics*, 15, 203–227.
- Dickinson, V. (2011). Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm Life Cycle. *The Accounting Review*, 86(6), 1969–1994. <https://doi.org/10.2308/accr-10130>
- Fatima, I., Ikhsan, F., & Medeline, W. (2024). Penentuan Indikator Pengukuran dan Analisis Kinerja Keuangan Perusahaan Konstruksi (Studi Kasus: PT. X (Persero) Tbk). *Jurnal Teknik Sipil*, 31(2), 209–218. <https://doi.org/10.5614/jts.2024.31.2.11>
- Ferdinan, L., & Kawedar, W. (2025). Analisis Perbandingan Kinerja Keuangan Perusahaan Sub Sektor Konstruksi Bangunan Sebelum dan Selama Pandemi Covid-19. *Jurnal Nominal Barometer Riset Akuntansi Dan Manajemen*, 14(1), 118–132.
- Gumanti, T. A., & Puspitasari, N. (2008). Siklus Kehidupan Perusahaan dan Kaitannya dengan Investment Opportunity Set, Risiko, dan Kinerja Finansial. *Jurnal Riset Ekonomi Dan Bisnis*, 8(1), 37–49.
- Gunardja, J., Budiman, J., & Anastasia, N. (2022). Kinerja Keuangan Perusahaan Konstruksi di Indonesia: Studi Kasus Tahun 2017-2022. *Jurnal Manajemen Aset Dan Penilaian*, 3(2), 67–77.
- Habib, A., & Hasan, M. M. (2019). International Review of Financial Analysis Corporate life cycle research in accounting, finance and corporate governance : A survey, and directions for future research. *International Review of Financial Analysis*, 61(November 2018), 188–201. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2018.12.004>
- Hidayat, M., Afifah, J., & Mulyati, S. (2023). Analisis Kinerja Keuangan Perusahaan BUMN Karya Periode Tahun 2013-2022. *Measurement: Jurnal Akuntansi*, 7(1), 121–132.
- Karya, A. (n.d.). *Laporan Keuangan PT Adhi Karya (Persero) Tbk dan Entitas Anak 2011-2024*.
- Miller, D., & Friesen, P. H. (1984). A Longitudinal Study of the Corporate Life Cycle. *Management Science Publication*, 30(10), 1161–1183. <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.1287/mnsc.30.10.1161>
- Nityakanti, P. (2024). *WEB - 2024 - pulina nityakanti - Adhi tengah mengerjakan total 47 proyek strategis nasional.pdf*. Kontan. <https://industri.kontan.co.id/news/adhi-tengah-mengerjakan-total-47-proyek-strategis-nasional-psn>
- Permana, R., & Ugut, G. S. (2021). Pengaruh Siklus Konversi Kas dan Kondisi Makroekonomi terhadap Profitabilitas dan Nilai Perusahaan pada Industri Jasa Konstruksi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2015-202. *Jurnal Ilmiah Manajemen Bisnis Dan Inovasi*, 8(3), 613–624.
- Perrault, E., & McHugh, P. (2015). Toward a life cycle theory of board evolution:

Considering firm legitimacy. *Journal of Management & Organization*.  
<https://doi.org/10.1017/jmo.2014.92>

Qodriyah, R. D. L. (2012). Laba atau Arus Kas sebagai Parameter Kinerja Perusahaan Berdasarkan Siklus Hidup Perusahaan. *Jurnal Akuntansi Dan Ekonomi Bisnis*, 1(1), 73–88.

Ramdani, R. F. (2024). Bagaimana Kinerja Keuangan BUMN Karya Indonesia ? *EKOMA : Jurnal Ekonomi, Manajemen, Akuntansi*, 3(4), 429–438.  
<https://doi.org/https://doi.org/10.56799/ekoma.v3i4.3397>

Sarah, V., Jibrail, A., & Martadinata, S. (2019). Pengaruh Arus Kas Kegiatan Operasi, Siklus Operasi, Ukuran Perusahaan dan Tingkat Hutang terhadap Persistensi Laba. *Jurnal Tambora*, 3(1), 45–54.

Sitinjak, E. L. M., & Warastuti, Y. (2021). *Dampak Siklus Hidup Perusahaan pada Kebijakan Liabilitas, Kebijakan Riset dan Pengembangan terhadap Kebijakan Dividen Pperusahaan Farmasi Sebelum dan Masa Pandemi Covid-19*.

Sukardi. (2022). Analisis Kinerja Keuangan Perusahaan BUMN Bidang Konstruksi Bangunan yang Listed di Bursa Efek Indonesia Sebelum dan Selama Pandemi Covid-19. *Jurnal Aplikasi Bisnis*, 19(2), 298–311.

WorldBank, T. (2022). *Financial Deepening for Stronger Growth and Sustainable Recovery* (Issue June).