



# ANALISIS STRATEGI PENGELOLAAN CASH HOLDING PADA PT GARUDA INDONESIA TBK DALAM MENGHADAPI TEKANAN FINANSIAL PERIODE 2019–2022

Anggun Putri Nurcahyati<sup>1)</sup>, Shelnica Yulian Bernanda<sup>2)</sup>, Istiono<sup>3)</sup>

- <sup>1)</sup> Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas 17 Agustus 1945 Surabaya, Surabaya, Indonesia  
Email: [anggnptr05@gmail.com](mailto:anggnptr05@gmail.com)
- <sup>2)</sup> Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas 17 Agustus 1945 Surabaya, Surabaya, Indonesia  
Email: [shelnicayulian@gmail.com](mailto:shelnicayulian@gmail.com)
- <sup>3)</sup> Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas 17 Agustus 1945 Surabaya, Surabaya, Indonesia  
Email: [istionomba@untag-Sby.ac.id](mailto:istionomba@untag-Sby.ac.id)

## Abstract

The aviation industry is one of the sectors most vulnerable to external shocks, and PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk represents a critical case of financial distress exacerbated by both pre-existing governance weaknesses and the COVID-19 pandemic. This study analyzes cash holding management strategies at PT Garuda Indonesia during the period 2019–2022 using a qualitative descriptive approach with a single case study design. Data were obtained from audited annual financial statements, annual reports, and official documents from the Indonesia Financial Services Authority (OJK) and the Indonesia Stock Exchange (IDX). Analysis was conducted in three stages: time series analysis of financial ratios, content analysis of management disclosures, and theoretical interpretation using trade-off theory, pecking order theory, and agency theory. The findings reveal that cash holding declined sharply from 6.72% (2019) to a critical low of 0.76% (2021), accompanied by a leverage ratio of 184.94% and a current ratio of 0.05x. Three interrelated factors drove this financial distress: the COVID-19 pandemic shock, structural rigidity of the fleet-leasing model, and agency problems reflected in the 2018 financial restatement. Management responded through four strategies: debt restructuring via PKPU, fleet and operational efficiency, external financing optimization including state capital injection (PMN), and governance strengthening. Recovery in 2022 was partial, as the majority of reported profit derived from one-time debt restructuring gains rather than operational improvements. These findings confirm the simultaneous relevance of all three theories in explaining cash holding dynamics in state-owned aviation enterprises during crisis conditions.

**Keywords:** Agency Theory; Cash Holding; Financial Distress; Garuda Indonesia; Pecking Order Theory.

## Abstrak

Industri penerbangan merupakan salah satu sektor yang paling rentan terhadap guncangan eksternal, dan PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk merepresentasikan kasus kritis tekanan finansial yang dipicu oleh kombinasi kelemahan tata kelola sebelum pandemi dan dampak COVID-19. Penelitian ini menganalisis kondisi cash holding, faktor penyebab tekanan finansial, dan strategi pengelolaan kas PT Garuda Indonesia selama periode 2019–2022. Metode yang digunakan adalah kualitatif deskriptif dengan desain studi kasus tunggal. Data bersumber dari laporan keuangan audited, annual report, dan dokumen resmi OJK serta BEI. Analisis dilakukan melalui tiga tahapan: analisis tren rasio keuangan, content analysis terhadap pengungkapan manajemen, dan interpretasi teoretis menggunakan trade-off theory, pecking order theory, dan agency theory. Hasil penelitian menunjukkan bahwa cash holding turun drastis dari 6,72% (2019) ke titik terendah 0,76% (2021), disertai leverage 184,94% dan current ratio 0,05x. Tiga faktor yang saling memperkuat menyebabkan tekanan ini: guncangan pandemi COVID-19, rigiditas struktural model sewa armada, dan agency problem yang tercermin dalam kasus restatement laporan keuangan 2018. Manajemen merespons melalui empat strategi: restrukturisasi utang melalui PKPU, efisiensi armada dan operasional, optimalisasi pendanaan eksternal termasuk Penyertaan Modal Negara (PMN), serta penguatan tata kelola. Pemulihan pada 2022 bersifat parsial karena sebagian besar laba berasal dari pos non-operasional, bukan dari perbaikan kinerja penerbangan inti.

**Kata Kunci:** Agency Theory; Cash Holding; Financial Distress; Garuda Indonesia; Pecking Order Theory.



## PENDAHULUAN

Industri penerbangan merupakan salah satu sektor yang paling rentan terhadap guncangan eksternal karena dipengaruhi oleh harga bahan bakar, mobilitas masyarakat, dan kebijakan pemerintah. Sebelum pandemi COVID-19, industri penerbangan global masih menunjukkan pertumbuhan yang relatif stabil (International Air Transport Association/IATA, 2020). Namun, sejak awal tahun 2020 pandemi menyebabkan penurunan drastis jumlah penumpang sehingga pendapatan operasional maskapai merosot, sementara sebagian besar biaya tetap tetap harus dipenuhi. Kondisi tersebut menguras cadangan kas perusahaan dan meningkatkan risiko *financial distress* hingga kebangkrutan (Shi & Li, 2021). Dampak tersebut semakin signifikan di Indonesia mengingat transportasi udara berperan sebagai penghubung utama antarwilayah pada negara kepulauan.

PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk sebagai maskapai nasional sekaligus Badan Usaha Milik Negara (BUMN) menghadapi kondisi yang lebih kompleks. Sebelum pandemi, perusahaan telah mengalami permasalahan tata kelola yang ditandai dengan kasus penyajian laporan keuangan tahun buku 2018 yang tidak sesuai standar akuntansi. Kasus tersebut berujung pada pemberian sanksi administratif oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK) serta kewajiban melakukan penyajian kembali (*restatement*) laporan keuangan (Otoritas Jasa Keuangan, 2019; Pusat Pembinaan Profesi Keuangan Kementerian Keuangan, 2019). Peristiwa tersebut menunjukkan bahwa kondisi keuangan dan tata kelola Garuda Indonesia telah menghadapi tekanan bahkan sebelum pandemi terjadi.

Pandemi COVID-19 kemudian memperburuk kondisi perusahaan secara signifikan. Penurunan pendapatan yang diikuti tingginya beban tetap — seperti cicilan utang, sewa pesawat, dan biaya operasional — menyebabkan likuiditas Garuda Indonesia menurun drastis. Total utang perusahaan mencapai US\$13,03 miliar pada kuartal III tahun 2021 atau meningkat 25,7% dibandingkan periode yang sama tahun sebelumnya (Databoks, 2022). Untuk mempertahankan kelangsungan usaha, Garuda Indonesia mengajukan Penundaan Kewajiban Pembayaran Utang (PKPU) sebagai langkah restrukturisasi. Menurut Allya dkk. (2025), restrukturisasi tersebut berhasil menurunkan total kewajiban dari sekitar US\$10,1 miliar menjadi sekitar US\$4,6 miliar, meskipun keberhasilan jangka panjang perusahaan tetap bergantung pada implementasi restrukturisasi dan pemulihan kinerja operasional.

Fenomena tersebut menunjukkan pentingnya *cash holding*, yaitu kas dan setara kas yang dipertahankan perusahaan sebagai cadangan likuiditas. Opler dkk. (1999) menjelaskan bahwa perusahaan dengan risiko arus kas yang tinggi cenderung mempertahankan proporsi kas yang lebih besar sebagai bentuk antisipasi terhadap ketidakpastian, sejalan dengan *precautionary motive* yang dikemukakan Keynes (dalam Opler dkk., 1999). Namun, kasus Garuda Indonesia memperlihatkan bahwa cadangan kas yang dimiliki tidak mampu menopang perusahaan ketika menghadapi krisis yang berkepanjangan.

Di sisi lain, kajian mengenai *cash holding* masih didominasi oleh penelitian terhadap perusahaan swasta

dengan pendekatan kuantitatif di negara maju. Penelitian yang secara khusus mengintegrasikan analisis kondisi *cash holding*, identifikasi faktor penyebab tekanan finansial, dan evaluasi strategi pengelolaan kas pada BUMN sektor penerbangan di negara berkembang melalui pendekatan studi kasus masih sangat terbatas (Budianto dkk., 2024; Firmansyah & Hartono, 2022). Kesenjangan inilah yang menjadi dasar dan titik berangkat penelitian ini.

Berdasarkan uraian tersebut, penelitian ini merumuskan tiga pertanyaan utama: (1) Bagaimana kondisi *cash holding* PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk selama periode 2019–2022? (2) Faktor-faktor apa yang menyebabkan tekanan finansial terhadap pengelolaan kas perusahaan? (3) Strategi apa yang diterapkan manajemen dalam mengelola *cash holding* guna mempertahankan kelangsungan usaha?

Sejalan dengan rumusan masalah tersebut, penelitian ini bertujuan untuk:

1. Menganalisis kondisi *cash holding* PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk selama periode 2019–2022 berdasarkan laporan keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia;
2. Mengidentifikasi faktor-faktor yang menyebabkan tekanan finansial terhadap pengelolaan kas perusahaan; serta
3. Menganalisis strategi yang diterapkan manajemen dalam mengelola *cash holding* guna mempertahankan kelangsungan usaha selama periode tersebut.

Penelitian ini menggunakan pendekatan kualitatif dengan metode studi kasus melalui analisis dokumen terhadap laporan keuangan dan *annual report* PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk.

Penelitian ini diharapkan memberikan kontribusi secara teoretis maupun praktis. Secara teoretis, penelitian ini memperkaya literatur mengenai *cash holding* pada konteks BUMN sektor penerbangan di negara berkembang, serta menguji relevansi *trade-off theory*, *pecking order theory*, dan *precautionary motive* dalam kondisi krisis (Almeida dkk., 2004; Myers & Majluf, 1984). Secara praktis, hasil penelitian diharapkan menjadi masukan bagi manajemen BUMN, regulator, dan pemerintah dalam merumuskan kebijakan pengelolaan kas yang lebih adaptif dan tangguh dalam menghadapi guncangan eksternal di masa mendatang.

## TINJAUAN PUSTAKA

### Konsep dan Teori Cash Holding

Cash holding merupakan jumlah kas dan setara kas yang dimiliki perusahaan untuk memenuhi kebutuhan operasional serta menghadapi ketidakpastian di masa depan. Kas tidak hanya mencakup uang tunai, tetapi juga aset keuangan jangka pendek yang sangat likuid, seperti deposito dan surat berharga yang mudah dicairkan menjadi kas. Dalam penelitian keuangan, *cash holding* umumnya diukur menggunakan rasio kas dan setara kas terhadap total aset perusahaan sebagaimana dikemukakan oleh Opler dkk. (1999). Tingkat *cash holding* yang dimiliki perusahaan mencerminkan kebijakan manajemen dalam menjaga



keseimbangan antara kebutuhan likuiditas dan efisiensi penggunaan dana.

Menurut Keynes (1936), terdapat tiga motif utama yang mendorong perusahaan mempertahankan kas, yaitu motif transaksi, motif berjaga-jaga (*precautionary motive*), dan motif spekulasi. Motif transaksi berkaitan dengan kebutuhan kas untuk membiayai aktivitas operasional sehari-hari. Motif berjaga-jaga bertujuan menyediakan cadangan kas guna menghadapi ketidakpastian, seperti penurunan pendapatan atau kondisi ekonomi yang tidak stabil. Sementara itu, motif spekulasi berkaitan dengan kesiapan perusahaan memanfaatkan peluang investasi yang menguntungkan ketika kesempatan tersebut muncul. Brigham dan Houston (2013) menambahkan bahwa ketiga motif tersebut saling melengkapi dalam praktik pengelolaan kas perusahaan modern sehingga menjadi dasar dalam menentukan kebijakan cash holding yang optimal.

### Landasan Teori

Trade-off theory menjelaskan bahwa perusahaan harus menentukan tingkat cash holding yang optimal dengan mempertimbangkan keseimbangan antara manfaat dan biaya penyimpanan kas. Di satu sisi, kepemilikan kas memberikan manfaat berupa fleksibilitas dalam memenuhi kewajiban jangka pendek, mengurangi risiko kesulitan keuangan, serta menyediakan sumber dana untuk membiayai peluang investasi. Di sisi lain, penyimpanan kas yang berlebihan menimbulkan *opportunity cost* karena dana yang menganggur tidak diinvestasikan pada aset yang mampu menghasilkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi. Opler dkk. (1999) menyatakan bahwa perusahaan dengan risiko arus kas tinggi dan peluang pertumbuhan yang besar cenderung mempertahankan cash holding dalam jumlah yang lebih besar. Dalam penelitian ini, teori tersebut menjadi landasan untuk menjelaskan bagaimana PT Garuda Indonesia berupaya menjaga keseimbangan antara kebutuhan likuiditas dan efisiensi penggunaan dana selama periode krisis 2019–2022, termasuk melalui kebijakan pengurangan armada aktif sebagai upaya menekan biaya tetap.

Pecking order theory yang dikemukakan oleh Myers dan Majluf (1984) menyatakan bahwa perusahaan memiliki urutan preferensi dalam memperoleh sumber pendanaan. Perusahaan akan menggunakan dana internal sebagai pilihan utama, kemudian pendanaan melalui utang, dan penerbitan saham sebagai alternatif terakhir karena dianggap memiliki biaya informasi yang lebih tinggi. Berdasarkan teori ini, perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi cenderung mampu mempertahankan cadangan kas yang lebih besar karena memperoleh dana dari hasil operasional. Sebaliknya, perusahaan yang mengalami kerugian akan lebih bergantung pada pendanaan eksternal. Konsep ini relevan untuk menjelaskan kondisi PT Garuda Indonesia yang selama periode penelitian mengalami penurunan profitabilitas sehingga semakin bergantung pada utang dan dukungan modal dari pemerintah untuk mempertahankan operasional perusahaan.

Agency theory yang diperkenalkan oleh Jensen dan Meckling (1976) menjelaskan adanya konflik kepentingan

antara manajemen sebagai agen dan pemegang saham sebagai prinsipal. Manajemen memiliki kecenderungan mempertahankan kas dalam jumlah besar untuk meningkatkan fleksibilitas dalam pengambilan keputusan dan mengurangi risiko operasional. Sebaliknya, pemegang saham menginginkan kas dimanfaatkan secara efisien agar mampu meningkatkan nilai perusahaan melalui investasi yang produktif atau pembagian dividen. Dalam konteks PT Garuda Indonesia, kasus penyajian kembali laporan keuangan tahun 2019 menunjukkan bahwa lemahnya tata kelola perusahaan dapat memengaruhi kualitas pengambilan keputusan keuangan, termasuk dalam pengelolaan kas. Selain itu, sebagai perusahaan BUMN, konflik keagenan menjadi lebih kompleks karena melibatkan kepentingan pemerintah sebagai pemegang saham mayoritas, manajemen perusahaan, serta masyarakat sebagai pemangku kepentingan.

### Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Cash Holding

Penelitian ini berfokus pada tiga faktor utama yang diduga memengaruhi cash holding, yaitu profitabilitas, leverage, dan likuiditas. Ketiga variabel tersebut dipilih karena mewakili kondisi kinerja keuangan PT Garuda Indonesia selama periode 2019–2022 dan didukung oleh ketersediaan data dalam laporan keuangan perusahaan.

Profitabilitas yang diproksikan dengan Return on Assets (ROA) menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari aset yang dimiliki. Semakin tinggi profitabilitas perusahaan, semakin besar kemampuan perusahaan mengakumulasi kas dari sumber pendanaan internal sehingga cash holding cenderung meningkat. Hidayati dan Ratnawati (2024) menemukan bahwa ROA berpengaruh positif terhadap cash holding karena laba yang dihasilkan dapat digunakan sebagai cadangan kas untuk mendukung operasional maupun investasi di masa mendatang.

Leverage menggambarkan tingkat penggunaan utang dalam struktur pendanaan perusahaan. Tingginya leverage menyebabkan perusahaan harus menyediakan kas yang lebih besar untuk memenuhi kewajiban pembayaran pokok maupun bunga utang sehingga jumlah kas yang tersedia sebagai cadangan menjadi lebih terbatas. Penelitian Hidayati dan Ratnawati (2024) menunjukkan bahwa leverage berpengaruh negatif terhadap cash holding karena semakin besar proporsi utang perusahaan, semakin besar pula tekanan terhadap arus kas perusahaan.

Likuiditas yang diukur menggunakan current ratio mencerminkan kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendek melalui aset lancarnya. Perusahaan dengan tingkat likuiditas yang baik umumnya memiliki fleksibilitas lebih tinggi dalam mengelola kas sehingga mampu mempertahankan tingkat cash holding yang memadai. Zefanya dan Susanto (2020) menjelaskan bahwa likuiditas yang tinggi memberikan ruang bagi perusahaan untuk mengelola kebutuhan operasional tanpa menghadapi tekanan likuiditas yang berlebihan. Ketiga variabel tersebut dipilih karena mencerminkan aspek kinerja keuangan yang mengalami perubahan signifikan selama pandemi COVID-19 dan proses restrukturisasi PT Garuda Indonesia.



### Financial Distress

Financial distress merupakan kondisi ketika perusahaan mengalami kesulitan memenuhi kewajiban keuangannya sehingga menjadi indikator awal sebelum terjadinya kebangkrutan. Kondisi ini memiliki hubungan yang erat dengan cash holding karena perusahaan yang tidak mampu mempertahankan cadangan kas yang memadai akan lebih rentan mengalami tekanan keuangan ketika menghadapi penurunan pendapatan atau gangguan operasional. Shi dan Li (2021) menjelaskan bahwa tingkat cash holding yang rendah dapat memperbesar risiko financial distress karena perusahaan kehilangan fleksibilitas dalam memenuhi kebutuhan likuiditasnya.

Dalam penelitian ini, kondisi financial distress PT Garuda Indonesia tidak diukur menggunakan model prediksi tertentu seperti Altman Z-Score, Springate, maupun Zmijewski, melainkan diidentifikasi secara deskriptif berdasarkan indikator-indikator keuangan utama. Indikator tersebut meliputi rasio leverage yang melebihi 100%, current ratio yang berada jauh di bawah 1,00 kali, serta kerugian bersih yang terjadi secara berkelanjutan selama tiga tahun berturut-turut. Pendekatan tersebut dipilih agar selaras dengan metode penelitian kualitatif deskriptif yang digunakan. Meskipun demikian, hasil penelitian Budianto dkk. (2024) menunjukkan bahwa berdasarkan model Altman Z-Score, Springate, dan Zmijewski, PT Garuda Indonesia secara konsisten berada dalam kategori financial distress selama periode 2020–2022 sehingga memperkuat konteks analisis penelitian ini.

### Penelitian Terdahulu

Berbagai penelitian terdahulu telah mengkaji faktor-faktor yang memengaruhi cash holding serta kondisi keuangan perusahaan dalam berbagai konteks. Opler dkk. (1999) menemukan bahwa perusahaan dengan risiko arus kas yang tinggi dan peluang pertumbuhan yang besar cenderung mempertahankan tingkat cash holding yang lebih tinggi sebagai bentuk antisipasi terhadap ketidakpastian. Davidson dan Rasyid (2021) menunjukkan bahwa profitabilitas, likuiditas, ukuran perusahaan, dan leverage secara bersama-sama berpengaruh terhadap cash holding perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Selanjutnya, Anthony dan Danarsari (2022) membuktikan bahwa perusahaan yang memiliki cadangan kas lebih tinggi mampu menunjukkan ketahanan yang lebih baik selama pandemi COVID-19.

Penelitian lain oleh Yanti, Susanto, dan Kurniawan (2023) menemukan bahwa leverage, likuiditas, dan *net working capital* merupakan faktor yang paling signifikan memengaruhi perubahan cash holding selama masa pandemi. Hidayati dan Ratnawati (2024) juga menyimpulkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap cash holding, sedangkan leverage berpengaruh negatif. Dalam konteks PT Garuda Indonesia, Budianto dkk. (2024) menunjukkan bahwa perusahaan secara konsisten berada dalam kondisi financial distress berdasarkan berbagai model prediksi kebangkrutan. Sementara itu, Firmansyah dan Hartono (2022) menjelaskan bahwa restrukturisasi utang mampu

memperbaiki tingkat solvabilitas perusahaan meskipun risiko keuangan masih tergolong tinggi. Penelitian Allya dkk. (2025) juga menunjukkan bahwa proses Penundaan Kewajiban Pembayaran Utang (PKPU) berhasil menurunkan total kewajiban PT Garuda Indonesia secara signifikan, yaitu dari sekitar US\$10,1 miliar menjadi US\$4,6 miliar.

Berdasarkan berbagai penelitian tersebut, masih terdapat kesenjangan penelitian karena belum banyak kajian yang secara khusus mengintegrasikan analisis kondisi cash holding, faktor-faktor penyebab tekanan finansial, serta evaluasi strategi pengelolaan kas PT Garuda Indonesia dalam satu penelitian kualitatif yang komprehensif untuk periode 2019–2022. Oleh karena itu, penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi dengan menghadirkan analisis yang lebih menyeluruh mengenai pengelolaan kas perusahaan selama periode pandemi dan restrukturisasi.

### METODOLOGI PENELITIAN

#### Jenis dan Pendekatan Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan kualitatif deskriptif dengan desain studi kasus tunggal (*single case study*). Pendekatan ini dipilih karena penelitian bertujuan menganalisis secara mendalam kondisi *cash holding*, faktor-faktor yang menyebabkan tekanan finansial, serta strategi pengelolaan kas PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk selama periode 2019–2022. Menurut Yin (2018), studi kasus sesuai digunakan untuk mengkaji fenomena kontemporer dalam konteks nyata, khususnya ketika fenomena yang diteliti dipengaruhi oleh berbagai faktor yang saling berkaitan dan tidak dapat dipisahkan dari konteksnya.

#### Objek dan Periode Penelitian

Objek penelitian adalah PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk dengan kode saham GIAA yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Perusahaan dipilih secara *purposive* berdasarkan dua pertimbangan utama: pertama, Garuda Indonesia merupakan maskapai penerbangan nasional berstatus BUMN yang mengalami tekanan keuangan signifikan selama pandemi COVID-19 sehingga representatif sebagai kasus ekstrem (*extreme case*) dalam kajian *cash holding*; kedua, perusahaan memiliki laporan keuangan yang dipublikasikan secara terbuka sehingga data sekunder dapat diakses dan diverifikasi.

Periode penelitian mencakup tahun 2019–2022, yang merepresentasikan empat fase berbeda: kondisi pra-pandemi (2019), masa krisis awal (2020), puncak tekanan finansial (2021), dan awal pemulihan pasca-restrukturisasi utang (2022).

#### Jenis dan Sumber Data

Penelitian menggunakan data sekunder yang diperoleh dari:

1. Laporan keuangan tahunan (*annual financial statements*) PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk periode 2019–2022 yang dipublikasikan di Bursa Efek Indonesia;



2. *Annual report* dan keterbukaan informasi perusahaan yang tersedia di situs resmi PT Garuda Indonesia;
3. Dokumen resmi Otoritas Jasa Keuangan (OJK) terkait sanksi administratif dan kewajiban *restatement* laporan keuangan;
4. Buku teks, artikel ilmiah, dan hasil penelitian terdahulu yang relevan sebagai landasan teoretis.

### Teknik Pengumpulan Data

Pengumpulan data dilakukan melalui dua teknik. Pertama, dokumentasi, yaitu pengumpulan dan penelaahan data keuangan dari laporan keuangan dan *annual report* perusahaan untuk memperoleh nilai rasio-rasio keuangan yang dianalisis. Kedua, studi literatur, yaitu penelaahan buku, jurnal ilmiah, dan publikasi lain yang berkaitan dengan *cash holding*, *financial distress*, dan strategi pengelolaan kas guna memperkuat kerangka analisis penelitian.

### Variabel dan Pengukuran Penelitian

Penelitian ini menganalisis empat variabel utama berdasarkan data laporan keuangan PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk periode 2019–2022. Pemilihan variabel didasarkan pada ketersediaan data dalam laporan keuangan yang dipublikasikan serta relevansinya dengan fenomena tekanan finansial yang menjadi fokus kajian, sebagaimana telah diuraikan dalam tinjauan pustaka.

**Tabel 1.** Pemilihan variabel

Variabel	Pengukuran	Sumber
Cash Holding	Kas dan Setara Kas / Total Aset	Opler dkk. (1999)
Leverage	Total Utang / Total Aset	Brigham & Houston (2013)
Likuiditas (Current Ratio)	Aset Lancar / Utang Lancar	Kasmir (2019)
Profitabilitas (Return on Assets/ROA)	Laba Bersih / Total Aset	Brigham & Houston (2013)

### Teknik Analisis Data

Analisis data dilakukan secara deskriptif melalui tiga tahapan yang saling berkaitan.

Tahap pertama adalah analisis tren (*time series analysis*) terhadap rasio *cash holding*, leverage, likuiditas, dan profitabilitas selama periode 2019–2022. Tahap ini menjawab tujuan penelitian pertama, yaitu menganalisis kondisi *cash holding* perusahaan secara kronologis dan mengidentifikasi pola perubahannya.

Tahap kedua adalah *content analysis* terhadap laporan keuangan dan *annual report* guna mengidentifikasi kebijakan manajemen, kondisi operasional, serta faktor-

faktor yang menyebabkan tekanan finansial yang tidak dapat dijelaskan hanya melalui data kuantitatif. Tahap ini menjawab tujuan penelitian kedua dan ketiga.

Tahap ketiga adalah interpretasi teoretis, yaitu mengintegrasikan temuan kuantitatif dari tahap pertama dan temuan kualitatif dari tahap kedua ke dalam kerangka *trade-off theory*, *pecking order theory*, dan *agency theory* yang telah diuraikan dalam tinjauan pustaka.

### Keabsahan Data

Untuk menjamin keabsahan data, penelitian ini menggunakan teknik triangulasi sumber (*source triangulation*), yaitu membandingkan dan mengonfirmasi informasi yang diperoleh dari tiga sumber berbeda: laporan keuangan audited PT Garuda Indonesia, *annual report* perusahaan, serta dokumen resmi OJK dan Bursa Efek Indonesia. Apabila terdapat perbedaan data antar sumber, data yang bersumber dari laporan keuangan audited diprioritaskan sebagai acuan utama. Pendekatan triangulasi ini sejalan dengan prinsip keabsahan data dalam penelitian kualitatif yang dikemukakan oleh Yin (2018).

### KESIMPULAN

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dilakukan, dapat disimpulkan bahwa perancangan dan pengembangan Sunshield Handguard sebagai Pelindung Tangan Pengendara Motor Berbasis Zero Energy berhasil menghasilkan sebuah inovasi produk yang dirancang untuk meningkatkan kenyamanan pengendara sepeda motor, khususnya dalam mengurangi paparan radiasi matahari pada area tangan. Produk dikembangkan melalui pendekatan Research and Development (R&D) yang meliputi tahap identifikasi permasalahan, studi literatur, perancangan menggunakan perangkat lunak Computer-Aided Design (CAD), pembuatan prototipe, serta evaluasi desain berdasarkan aspek ergonomi dan fungsional.

Hasil perancangan menunjukkan bahwa Sunshield Handguard memiliki karakteristik desain yang ergonomis, ringan, mudah dipasang, serta tidak mengganggu fungsi utama sistem kemudi, termasuk penggunaan throttle, tuas rem, dan kopling. Penerapan konsep zero energy memungkinkan produk bekerja secara pasif dengan memanfaatkan bentuk geometris sebagai pelindung yang membentuk area bayangan (*shading area*) pada tangan pengendara tanpa memerlukan sumber energi tambahan seperti listrik maupun baterai. Pendekatan ini memberikan nilai tambah karena mampu meningkatkan efisiensi penggunaan sekaligus mendukung konsep desain yang ramah lingkungan dan berkelanjutan.

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan, penelitian ini juga menunjukkan bahwa integrasi antara prinsip ergonomi, kenyamanan termal (*thermal comfort*), dan konsep passive design berpotensi meningkatkan kualitas aksesoris sepeda motor dibandingkan handguard konvensional yang umumnya hanya berfungsi sebagai pelindung terhadap benturan dan terpaan angin. Dengan demikian, Sunshield Handguard dapat menjadi salah satu alternatif inovasi dalam pengembangan perangkat keselamatan dan kenyamanan berkendara, khususnya bagi



pengendara sepeda motor di wilayah beriklim tropis yang memiliki intensitas radiasi matahari tinggi.

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi terhadap pengembangan teknologi aksesoris kendaraan roda dua yang lebih ergonomis, hemat energi, dan berorientasi pada kebutuhan pengguna. Selain memiliki manfaat praktis bagi pengendara, hasil penelitian ini juga dapat menjadi referensi bagi penelitian selanjutnya dalam bidang desain produk, rekayasa otomotif, dan pengembangan perangkat keselamatan berkendara.

### HASIL DAN PEMBAHASAN

Bagian ini memaparkan hasil analisis terhadap data keuangan PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk selama periode 2019–2022 berdasarkan tiga tahapan analisis yang telah diuraikan dalam metode penelitian. Pembahasan diawali dengan gambaran umum kondisi keuangan perusahaan secara lintas variabel, kemudian dilanjutkan dengan analisis mendalam per variabel, identifikasi faktor tekanan finansial, dan evaluasi strategi pengelolaan cash holding yang diterapkan manajemen.

#### Gambaran Umum Kondisi Keuangan PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk Periode 2019–2022

Sebelum masuk ke analisis per variabel, Tabel 1 menyajikan ringkasan komparatif seluruh variabel penelitian untuk memberikan gambaran menyeluruh mengenai trajektori keuangan perusahaan selama periode penelitian.

**Tabel 1.** Ringkasan Komparatif Variabel Penelitian PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk Periode 2019–2022

Variabel	2019	2020	2021	2022
Cash Holding	6,72%	1,86%	0,76%	8,37%
Leverage (DAR)	83,83%	118,01%	184,94%	124,63%
Current Ratio	0,35x	0,12x	0,05x	0,48x
ROA	0,15%	-22,95%	-58,03%	59,95%

Sumber: Laporan Keuangan Konsolidasian (Audited) PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk Tahun 2019–2022, data diolah.

Tabel 1 memperlihatkan pola yang konsisten: penurunan cash holding bergerak searah dengan penurunan profitabilitas dan likuiditas, serta berbanding terbalik dengan peningkatan leverage sepanjang 2019–2021. Pola ini mencerminkan lingkaran tekanan finansial yang saling memperkuat ketika profitabilitas turun, kemampuan mengakumulasi kas dari sumber internal melemah; ketika leverage meningkat, kas yang tersedia semakin tergerus

untuk memenuhi kewajiban utang; dan ketika likuiditas memburuk, fleksibilitas pengelolaan kas semakin terbatas. Pemulihan tajam pada 2022 perlu dibaca secara kritis, karena sebagian besar didorong oleh keuntungan restrukturisasi utang yang bersifat satu kali, bukan oleh perbaikan kinerja operasional penerbangan itu sendiri, nuansa ini diuraikan lebih lanjut pada sub-bagian profitabilitas.

#### 1. Analisis Cash Holding PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk

Cash holding diukur menggunakan rasio kas dan setara kas terhadap total aset perusahaan.

**Tabel 2.** Perkembangan Cash Holding PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk Periode 2019–2022

Tahun	Kas & Setara Kas (US\$ Juta)	Total Aset (US\$ Juta)	Cash Holding Ratio	Perubahan (%)
2019	299,35	4.455,68	6,72%	-
2020	200,98	10.789,98	1,86%	-72,28%
2021	54,44	7.192,75	0,76%	-59,36%
2022	521,68	6.235,01	8,37%	+1.005,35%

Sumber: Diolah penulis berdasarkan Laporan Keuangan PT Garuda Indonesia Tahun 2019–2022.

Cash holding PT Garuda Indonesia menunjukkan tren penurunan signifikan dari 2019 hingga 2021, sebelum mengalami pemulihan parsial pada 2022. Pada tahun 2019, rasio cash holding tercatat 6,72% angka yang sudah berada di bawah level ideal yang disarankan oleh precautionary motive (Keynes dalam Opler dkk., 1999) bagi industri dengan ketidakpastian arus kas tinggi seperti penerbangan, yang semestinya mempertahankan proporsi kas lebih besar sebagai penyangga risiko. Kondisi ini menunjukkan Garuda telah memasuki masa pandemi tanpa margin keamanan yang memadai.

Penurunan drastis terjadi pada 2020 menjadi 1,86% (-72,28%), dipicu oleh kolapsnya pendapatan penumpang akibat pandemi COVID-19 sementara beban tetap — cicilan sewa pesawat dan kewajiban operasional — tetap berjalan. Perlu dicatat, lonjakan total aset akibat penerapan pertama PSAK 73 (pengakuan aset hak-guna sewa) turut



memperbesar penyebut rasio ini sejak 2020, sehingga sebagian penurunan bersifat mekanis di samping penurunan kas riil. Pada 2021, cash holding menyentuh titik terendah 0,76%, mengindikasikan perusahaan hampir menghabiskan seluruh cadangan kasnya untuk menutup kewajiban yang terus menumpuk — kas perusahaan tersisa hanya US\$54,4 juta pada akhir 2021. Pemulihan signifikan pada 2022 menjadi 8,37% didorong oleh dua hal: keberhasilan homologasi PKPU yang memangkas beban kewajiban, serta realisasi Penyertaan Modal Negara (PMN) sebesar Rp7,5 triliun yang dicairkan pemerintah pada 20 Desember 2022 (PP No. 51 Tahun 2022), yang secara langsung menambah saldo kas perusahaan.

Berdasarkan trade-off theory (Opler dkk., 1999), tingkat cash holding yang optimal seharusnya menyeimbangkan manfaat likuiditas dengan opportunity cost penyimpanan kas. Namun dalam kasus ini, tekanan eksternal pandemi tidak memberikan ruang bagi perusahaan untuk mempertahankan keseimbangan tersebut, sehingga cash holding tergerus jauh di bawah tingkat yang aman.

## 2. Analisis Leverage PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk

Leverage diukur menggunakan Debt-to-Asset Ratio (DAR), yaitu rasio total utang terhadap total aset.

**Tabel 3. Perkembangan Leverage PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk Periode 2019–2022**

Tahun	Total Utang (US\$ Juta)	Total Aset (US\$ Juta)	Leverage (DAR)
2019	3.735,05	4.455,68	83,83%
2020	12.733,00	10.789,98	118,01%
2021	13.302,81	7.192,75	184,94%
2022	7.770,11	6.235,01	124,63%

Sumber: Diolah penulis berdasarkan Laporan Keuangan PT Garuda Indonesia Tahun 2019–2022.

Pada 2019, DAR Garuda Indonesia sudah berada di angka 83,83% — jauh di atas ambang batas yang umumnya dianggap sehat (di bawah 50%). Kondisi ini menunjukkan bahwa sebelum pandemi pun, perusahaan telah sangat bergantung pada pendanaan utang, sebagian besar bersumber dari kewajiban sewa pesawat (aircraft lease liabilities) dalam skema sale and leaseback.

Leverage melonjak ekstrem pada 2020 (118,01%) dan mencapai puncaknya pada 2021 (184,94%), yang berarti total liabilitas telah melampaui total aset perusahaan hingga hampir dua kali lipat. Lonjakan 2020 ini tidak sepenuhnya berasal dari pinjaman baru — penerapan pertama PSAK 73 (setara IFRS 16) yang mewajibkan pengakuan liabilitas sewa jangka panjang ke neraca turut mendorongnya secara

mekanis. Namun memburuknya leverage pada 2021 murni mencerminkan kegagalan akses pembiayaan internal akibat pendapatan yang masih lumpuh, sehingga perusahaan sepenuhnya bergantung pada pinjaman tambahan dan restrukturisasi kredit. Hal ini selaras dengan pecking order theory (Myers & Majluf, 1984): ketika dana internal habis, perusahaan terpaksa mendahulukan utang meskipun dengan risiko dan biaya yang sangat tinggi.

Restrukturisasi melalui PKPU yang berhasil menurunkan total liabilitas dari US\$13,30 miliar (2021) menjadi US\$7,77 miliar (2022) — sejalan dengan catatan Allya dkk. (2025) yang melaporkan pemangkasan dari sekitar US\$10,1 miliar menjadi sekitar US\$4,6 miliar pada basis perhitungan berbeda — tercermin pada penurunan DAR menjadi 124,63% pada 2022. Meskipun masih jauh di atas level sehat, ini menandai titik balik penting dalam pemulihan finansial perusahaan. Temuan ini mengonfirmasi hubungan negatif antara leverage dan cash holding yang konsisten ditemukan dalam literatur (Hidayati & Ratnawati, 2024): seiring meningkatnya leverage, kas yang tersedia semakin tergerus untuk memenuhi kewajiban pembayaran utang.

## 3. Analisis Likuiditas PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk

Likuiditas diukur menggunakan current ratio (CR), yaitu perbandingan aset lancar dengan utang lancar.

**Tabel 4. Perkembangan Likuiditas PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk Periode 2019–2022**

Tahun	Aset Lancar (US\$ Juta)	Utang Lancar (US\$ Juta)	Current Ratio	Perubahan (%)
2019	1.133,89	3.257,84	0,35x	-
2020	536,55	4.294,80	0,12x	-64,11%
2021	305,73	5.771,31	0,05x	-57,58%
2022	801,15	1.681,03	0,48x	+799,55%

Sumber: Diolah penulis berdasarkan Laporan Keuangan PT Garuda Indonesia Tahun 2019–2022.

Rasio likuiditas Garuda Indonesia mengalami penurunan sangat tajam sepanjang 2019–2021. Pada 2019, current ratio sudah berada di 0,35x — jauh di bawah standar minimal 1,00x — mengindikasikan bahwa bahkan sebelum pandemi, aset lancar perusahaan hanya mampu menutup sekitar sepertiga kewajiban jangka pendek yang jatuh tempo. Kondisi ini merupakan tanda awal kerentanan struktural yang kemudian diperparah oleh guncangan eksternal.

Penurunan berlanjut ke level kritis 0,12x pada 2020 dan semakin dalam menjadi 0,05x pada 2021 — artinya setiap US\$1 kewajiban lancar hanya didukung oleh sekitar



US\$0,05 aset lancar, suatu kondisi ilikuiditas akut yang mengancam kelangsungan operasional harian. Setelah restrukturisasi, current ratio membaik signifikan menjadi 0,48x pada 2022 — bahkan melampaui level 2019 — terutama didorong oleh penurunan tajam utang lancar dari US\$5,77 miliar (2021) menjadi US\$1,68 miliar (2022) akibat homologasi PKPU. Temuan ini mendukung argumen bahwa pelemahan likuiditas secara langsung berkontribusi pada erosi cash holding perusahaan (Zefanya & Susanto, 2020).

#### 4. Analisis Profitabilitas PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk

Profitabilitas diukur menggunakan Return on Assets (ROA), yaitu rasio laba bersih terhadap total aset.

**Tabel 5.** Perkembangan Profitabilitas PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk Periode 2019–2022

Tahun	Laba/Rugi Bersih (US\$ Juta)	Total Aset (US\$ Juta)	Profitabilitas/ROA
2019	6,46	4.455,68	0,15%
2020	- 2.476,63	10.789,98	-22,95%
2021	- 4.174,00	7.192,75	-58,03%
2022	3.736,67	6.235,01	59,95%

Sumber: Diolah penulis berdasarkan Laporan Keuangan PT Garuda Indonesia Tahun 2019–2022.

Profitabilitas Garuda Indonesia menunjukkan volatilitas ekstrem selama periode penelitian. ROA 2019 sebenarnya masih tipis positif (0,15%), mengindikasikan perusahaan baru sebatas mencapai titik impas secara akuntansi — meskipun saat itu tata kelolanya sedang dipertanyakan akibat kasus restatement laporan keuangan 2018 yang berujung sanksi OJK dan Kemenkeu pada Juni 2019. Begitu pandemi melumpuhkan pendapatan penerbangan, ROA langsung jatuh ke -22,95% pada 2020 dan memburuk lagi menjadi -58,03% pada 2021 — berarti kerugian bersih tahun itu setara lebih dari separuh nilai total aset perusahaan.

Sesuai dengan pecking order theory, perusahaan yang mengalami kerugian berkelanjutan tidak memiliki kemampuan memupuk cadangan dana internal, sehingga sepenuhnya bergantung pada pembiayaan eksternal. Kondisi ini menciptakan lingkaran setan: penurunan profitabilitas → erosi cash holding → peningkatan leverage → semakin tingginya beban keuangan → profitabilitas semakin memburuk.

Pada 2022, ROA melonjak tajam ke 59,95% dengan laba bersih tercatat US\$3.736,67 juta. Namun angka ini harus dibaca secara kritis: penelusuran terhadap rincian laporan laba rugi menunjukkan bahwa sekitar US\$4.238,69 juta dari laba tersebut berasal dari dua pos non-operasional satu kali — pendapatan dari restrukturisasi utang (US\$2.854,80 juta) dan keuntungan dari restrukturisasi pembayaran (US\$1.383,89 juta) — sementara selisih antara pendapatan usaha (US\$2.100,08 juta) dan beban usaha (US\$2.519,43 juta) pada tahun yang sama justru masih mencatatkan rugi operasional sekitar US\$419,35 juta. Dengan kata lain, lonjakan ROA 2022 didorong oleh penghapusan utang melalui PKPU, bukan oleh perbaikan kinerja penerbangan itu sendiri — sebuah nuansa kualitas laba (earnings quality) yang penting untuk tidak diabaikan dalam menafsirkan pemulihan Garuda Indonesia.

#### 5. Analisis Faktor-Faktor Penyebab Tekanan Finansial

Berdasarkan analisis keempat variabel di atas dan content analysis terhadap laporan keuangan serta annual report, teridentifikasi tiga faktor utama yang secara simultan menyebabkan tekanan finansial terhadap pengelolaan kas PT Garuda Indonesia.

Faktor pertama: Guncangan Eksternal Pandemi COVID-19. Pandemi menyebabkan penurunan permintaan transportasi udara secara masif dan mendadak, sehingga pendapatan operasional runtuh sementara beban tetap tetap harus dipenuhi. Ini merupakan faktor pemicu (trigger factor) yang memperparah kerentanan yang sudah ada sebelumnya.

Faktor kedua: Rigiditas Struktural Biaya Sewa Armada. Model bisnis yang mengandalkan armada besar dengan skema sale and leaseback menjadikan perusahaan sangat rentan terhadap guncangan pendapatan, karena kewajiban sewa bersifat kontraktual dan tidak dapat dikurangi dengan cepat dalam jangka pendek. Hal ini tercermin dari lonjakan utang lancar dari US\$3,26 miliar (2019) menjadi US\$5,77 miliar (2021), yang sebagian didorong oleh penerapan PSAK 73 sejak 2020 yang reklasifikasi sebagian liabilitas sewa jangka panjang menjadi jangka pendek.

Faktor ketiga: Kelemahan Tata Kelola dan Agency Problem. Lemahnya sistem pengendalian internal yang terungkap melalui kasus restatement laporan keuangan 2018 mengindikasikan bahwa agency problem (Jensen & Meckling, 1976) turut memperlemah kualitas pengambilan keputusan keuangan sebelum pandemi terjadi. Ketidaksielarasan kepentingan antara manajemen dan pemegang saham mempengaruhi kualitas pengelolaan kas dalam jangka panjang.

Ketiga faktor ini tidak bekerja secara terpisah, melainkan saling memperkuat — kelemahan tata kelola memperburuk posisi awal perusahaan, rigiditas struktural membatasi ruang manuver saat krisis, dan pandemi menjadi katalis yang mengakselerasi seluruh tekanan yang telah terakumulasi.



## 6. Strategi Pengelolaan Cash Holding dalam Menghadapi Tekanan Finansial

*Content analysis* terhadap laporan keuangan dan annual report PT Garuda Indonesia periode 2019–2022 mengidentifikasi empat strategi pengelolaan cash holding yang diterapkan manajemen, masing-masing dapat dijelaskan melalui landasan teori yang digunakan dalam penelitian ini.

Strategi pertama: Restrukturisasi Kewajiban Keuangan (*Trade-off Theory*). Upaya paling signifikan adalah pengajuan PKPU pada akhir 2021 yang disahkan melalui homologasi pada Juni 2022. Melalui proses ini, total liabilitas berhasil direstrukturisasi dari US\$13,30 miliar (2021) menjadi US\$7,77 miliar (2022) sejalan dengan catatan Allya dkk. (2025) yang melaporkan pemangkasan dari sekitar US\$10,1 miliar menjadi sekitar US\$4,6 miliar pada basis perhitungan berbeda melalui renegotiasi kontrak sewa pesawat, penghapusan sebagian utang, dan penjadwalan ulang pembayaran kepada kreditur. Langkah ini secara langsung meringankan tekanan arus kas jangka pendek dan berkontribusi pada peningkatan cash holding dari 0,76% (2021) menjadi 8,37% (2022), selaras dengan *trade-off theory* dalam mencari keseimbangan baru antara kewajiban dan kapasitas likuiditas.

Strategi kedua: Efisiensi Armada dan Operasional (*Trade-off Theory*). Selama periode pandemi, Garuda Indonesia mengurangi armada aktif secara signifikan dengan mengembalikan sejumlah pesawat kepada lessor dan menanggihkan rute tidak produktif. Ini merupakan penerapan prinsip *trade-off theory*: perusahaan memilih mengurangi aset operasional untuk menekan biaya tetap dan menjaga ketersediaan kas bagi kebutuhan yang lebih kritis.

Strategi ketiga: Optimalisasi Pendanaan Eksternal (*Pecking Order Theory*). Ketika dana internal tidak tersedia, Garuda Indonesia memanfaatkan instrumen pendanaan eksternal sesuai hirarki *pecking order theory*: pemerintah merealisasikan Penyertaan Modal Negara (PMN) sebesar Rp7,5 triliun pada 20 Desember 2022, pasca-homologasi PKPU disahkan (PP No. 51 Tahun 2022), yang sebagian besar dialokasikan untuk restorasi armada dan modal kerja. Suntikan ini turut menjelaskan lonjakan kas perusahaan dari US\$54,4 juta (2021) menjadi US\$521,7 juta (2022). Dukungan pemerintah menjadi krusial mengingat statusnya sebagai BUMN yang memiliki fungsi strategis dalam konektivitas nasional.

Strategi keempat: Penguatan Tata Kelola dan Transparansi (*Agency Theory*). Pasca-kasus *restatement* 2019, Garuda Indonesia memperkuat mekanisme pengawasan internal dan meningkatkan keterbukaan informasi kepada publik dan regulator. Langkah ini merupakan respons langsung terhadap *agency problem* yang teridentifikasi, dengan tujuan mencegah pengulangan praktik yang melemahkan kualitas pengelolaan kas di masa mendatang.

Secara keseluruhan, keempat strategi tersebut menunjukkan bahwa ketiga teori yang digunakan dalam penelitian ini *trade-off theory*, *pecking order theory*, dan *agency theory* tidak bekerja secara terpisah melainkan saling melengkapi dalam menjelaskan dinamika pengelolaan cash holding pada kondisi krisis. Temuan ini

konsisten dengan argumen Almeida dkk. (2004) dan Myers dan Majluf (1984) bahwa keputusan pengelolaan kas pada perusahaan dengan kepemilikan terkonsentrasi seperti BUMN dipengaruhi oleh interaksi kompleks antara faktor likuiditas, struktur pendanaan, dan mekanisme tata kelola.

## KESIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis yang telah diuraikan, diperoleh tiga kesimpulan utama yang menjawab tujuan penelitian secara berurutan.

Pertama, kondisi *cash holding* PT Garuda Indonesia mengalami penurunan signifikan dari 6,72% pada 2019 menjadi titik terendah 0,76% pada 2021, diikuti oleh memburuknya seluruh indikator keuangan secara bersamaan: *leverage* melonjak dari 83,83% menjadi 184,94%, *current ratio* terpukul dari 0,35x menjadi 0,05x, dan ROA mencapai titik terendah -58,03% pada 2021. Pemulihan terjadi pada 2022 dengan *cash holding* kembali ke 8,37% dan ROA tercatat 59,95%, didorong oleh keberhasilan homologasi PKPU dan realisasi Penyertaan Modal Negara (PMN) sebesar Rp7,5 triliun. Pemulihan ini bersifat sebagian, karena sebagian besar laba 2022 berasal dari pos non-operasional (penghapusan utang), sementara operasi penerbangan inti masih mencatatkan rugi.

Kedua, tekanan finansial bersumber dari tiga faktor yang saling memperkuat: faktor eksternal berupa pandemi COVID-19 yang meruntuhkan pendapatan operasional secara mendadak; faktor struktural berupa ketergantungan tinggi pada skema sewa armada yang menciptakan rigiditas biaya; dan faktor tata kelola berupa *agency problem* yang tercermin dari kasus *restatement* laporan keuangan 2018, yang memperlemah kualitas pengambilan keputusan keuangan bahkan sebelum pandemi terjadi.

Ketiga, manajemen merespons tekanan finansial melalui empat strategi utama: restrukturisasi kewajiban keuangan melalui PKPU, efisiensi armada dan operasional, optimalisasi pendanaan eksternal termasuk PMN, serta penguatan tata kelola dan transparansi. Keempat strategi ini secara simultan dapat dijelaskan melalui *trade-off theory*, *pecking order theory*, dan *agency theory*, mengonfirmasi relevansi ketiganya secara bersamaan dalam menjelaskan dinamika *cash holding* BUMN penerbangan negara berkembang pada kondisi krisis. Penelitian ini berkontribusi mengisi kesenjangan literatur yang diidentifikasi di awal, yaitu belum adanya kajian kualitatif komprehensif yang mengintegrasikan analisis *cash holding*, faktor tekanan finansial, dan strategi pengelolaan kas Garuda Indonesia dalam satu studi 2019–2022.

## Saran

Bagi manajemen BUMN penerbangan: menetapkan kebijakan *minimum cash holding* secara eksplisit dalam manajemen risiko keuangan — temuan menunjukkan *cash holding* di bawah 1% (seperti pada 2021) tidak mampu menopang operasional saat krisis berlangsung lebih dari satu tahun; mengurangi ketergantungan pada sewa armada jangka panjang untuk meningkatkan fleksibilitas arus kas; serta memperkuat pengendalian internal secara proaktif, bukan reaktif terhadap krisis.



Bagi pemerintah dan regulator: mengembangkan *early warning system* berbasis rasio *cash holding* dan likuiditas untuk memantau kondisi BUMN secara periodik; merumuskan kebijakan dukungan fiskal (termasuk skema PMN) yang lebih terstruktur dengan *exit strategy* yang jelas, agar suntikan modal memberi dampak pemulihan yang lebih terukur.

Bagi peneliti selanjutnya: menggunakan pendekatan kuantitatif dengan data panel lintas maskapai BUMN ASEAN untuk hasil yang lebih dapat digeneralisasikan; serta memperpanjang periode penelitian hingga 2024 guna mengevaluasi keberlanjutan pemulihan Garuda pasca-restrukturisasi.

#### DAFTAR PUSTAKA

- Allya, R., Rahmat, A., & Setiawan, D. (2025). *Dampak restrukturisasi PKPU terhadap kewajiban keuangan PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk* [Impact of PKPU restructuring on the financial obligations of PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk]. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, 22(1), 1–18.
- Almeida, H., Campello, M., & Weisbach, M. S. (2004). The cash flow sensitivity of cash. *The Journal of Finance*, 59(4), 1777–1804. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00679.x>
- Anthony, R., & Danarsari, D. N. (2022). *Cash holding dan ketahanan perusahaan selama pandemi COVID-19: Bukti dari Indonesia* [Cash holding and corporate resilience during the COVID-19 pandemic: Evidence from Indonesia]. *Jurnal Manajemen dan Keuangan*, 11(2), 145–162.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2013). *Dasar-dasar manajemen keuangan* [Fundamentals of financial management] (Edisi 11). Salemba Empat.
- Budianto, A., Nugroho, L., & Pratiwi, R. (2024). *Analisis financial distress PT Garuda Indonesia menggunakan model Altman Z-Score, Springate, dan Zmijewski* [Financial distress analysis of PT Garuda Indonesia using the Altman Z-Score, Springate, and Zmijewski models]. *Jurnal Riset Akuntansi dan Bisnis*, 24(1), 55–72.
- Davidson, R., & Rasyid, R. (2021). *Determinan cash holding perusahaan terdaftar di Bursa Efek Indonesia: Profitabilitas, likuiditas, firm size, dan leverage* [Determinants of cash holding of companies listed on the Indonesia Stock Exchange: Profitability, liquidity, firm size, and leverage]. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 24(1), 89–108.
- Firmansyah, A., & Hartono, U. (2022). *Restrukturisasi utang dan solvabilitas PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk* [Debt restructuring and solvency of PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk]. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 10(3), 712–728.
- Hidayati, N., & Ratnawati, V. (2024). *Pengaruh profitabilitas dan leverage terhadap cash holding perusahaan manufaktur di BEI* [The effect of profitability and leverage on cash holding of manufacturing companies listed on the IDX]. *Jurnal Akuntansi Bisnis*, 17(1), 33–50.
- International Air Transport Association. (2020). *COVID-19 impact on airline industry*. <https://www.iata.org>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Kasmir. (2019). *Analisis laporan keuangan* [Financial statement analysis] (Edisi Revisi). Rajawali Pers.
- Keynes, J. M. (1936). *The general theory of employment, interest and money*. Macmillan.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 52(1), 3–46. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00003-3](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00003-3)
- Otoritas Jasa Keuangan. (2019). *Keputusan Dewan Komisiner OJK terkait sanksi administratif PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk atas penyajian laporan keuangan tahun buku 2018* [Decision of the OJK Board of Commissioners regarding administrative sanctions on PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk for the presentation of the 2018 financial statements]. OJK.
- Peraturan Pemerintah Republik Indonesia Nomor 51 Tahun 2022 tentang Penambahan Penyertaan Modal Negara Republik Indonesia ke dalam Modal Saham Perusahaan Perseroan PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk [Government Regulation of the Republic of Indonesia Number 51 of 2022 concerning the Addition of State Capital Participation in the Share Capital of PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk].
- Pusat Pembinaan Profesi Keuangan Kementerian Keuangan. (2019). *Sanksi administratif akuntan publik dan KAP terkait audit laporan keuangan PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk tahun buku 2018* [Administrative sanctions on public accountants and public accounting firms related to the audit of PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk's 2018 financial statements]. Kementerian Keuangan RI.
- Shi, J., & Li, W. (2021). Cash holdings, financial distress, and corporate resilience: Evidence from the COVID-19 pandemic. *Pacific-Basin Finance Journal*, 68, 101596. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2021.101596>
- Yanti, N., Susanto, Y. K., & Kurniawan, A. (2023). *Leverage, likuiditas, dan net working capital terhadap cash holding perusahaan pada masa pandemi COVID-19* [Leverage, liquidity, and net working capital on corporate cash holding during the COVID-19 pandemic]. *Jurnal Akuntansi*, 15(2), 201–218.
- Yin, R. K. (2018). *Case study research and applications: Design and methods* (6th ed.). SAGE Publications.