Akuntansi Pajak dan Kebijakan Ekonomi Digital
Volume. 3, Nomor. 4, November 2026
e-ISSN : 3046-8132; dan p-ISSN : 3046-868X; Hal. 34-46
DOI: https://doi.org/10.61132/apke.v3i4.2711
Tersedia: https://ejournal.areai.or.id/index.php/APKE

Analisis Perubahan Struktur Modal Garuda Indonesia Sebelum dan Sesudah Restrukturisasi Utang 2019–2025

Titanur Istiqomah[1], Selvia Eka Aristantia[2]
[1-2]Akuntansi, Universitas Islam Negeri Sunan Ampel Surabaya, Indonesia
**Penulis Korespondens:* selvia.eka@uinsa.ac.id

Abstract. *Debt restructuring through the Suspension of Debt Payment Obligations (PKPU) changed the debt structure of PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk, but the post-restructuring capital structure did not show a consistent improvement pattern. This study aims to analyze and compare changes in Garuda Indonesia's capital structure before and after debt restructuring through PKPU during 2019–2025. A quantitative approach with a descriptive-comparative design was employed using annual consolidated financial statements. The 2019–2021 period was classified as pre-restructuring, 2022 as a transition period, and 2023–2025 as post-restructuring. Capital structure was assessed using the Debt to Equity Ratio (DER), Debt to Asset Ratio (DAR), and Equity to Asset Ratio (EAR). The results show that capital structure deteriorated during 2020–2021 and improved in 2022 following a decline in liabilities and the recognition of gains and income from debt restructuring. However, the improvement did not continue in 2023–2024, as equity remained negative and deteriorated again. In 2025, equity turned positive, but the improvement was primarily associated with additional shareholder capital contributions and an asset contribution to a subsidiary, while the company still recorded a net loss. These findings indicate that the improvement in capital structure was not solely attributable to debt restructuring and that its sustainability depends on stronger operating performance.*

Keywords: *Capital Structure; Debt to Asset Ratio; Debt to Equity Ratio; Equity to Asset Ratio; PKPU.*

Abstrak. Restrukturisasi utang melalui Penundaan Kewajiban Pembayaran Utang (PKPU) mengubah struktur kewajiban PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk, tetapi perubahan struktur modal setelah restrukturisasi belum menunjukkan pola perbaikan yang konsisten. Penelitian ini bertujuan menganalisis dan membandingkan perubahan struktur modal Garuda Indonesia sebelum dan sesudah restrukturisasi utang melalui PKPU selama periode 2019–2025. Penelitian menggunakan pendekatan kuantitatif dengan desain deskriptif komparatif berdasarkan laporan keuangan konsolidasian tahunan. Periode 2019–2021 digunakan sebagai periode sebelum restrukturisasi, 2022 sebagai periode transisi, dan 2023–2025 sebagai periode sesudah restrukturisasi. Struktur modal dianalisis menggunakan Debt to Equity Ratio (DER), Debt to Asset Ratio (DAR), dan Equity to Asset Ratio (EAR). Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur modal memburuk pada 2020–2021, kemudian membaik pada 2022 seiring penurunan liabilitas dan pengakuan keuntungan serta pendapatan dari restrukturisasi utang. Namun, perbaikan tersebut tidak berlanjut pada 2023–2024 karena ekuitas kembali menurun dan tetap negatif. Pada 2025, ekuitas berbalik positif, tetapi perubahan tersebut terutama berkaitan dengan tambahan penyertaan modal dan inbreng pada entitas anak, sementara perusahaan masih mencatat rugi tahun berjalan. Temuan ini menunjukkan bahwa perbaikan struktur modal tidak semata-mata mencerminkan hasil restrukturisasi, sehingga keberlanjutannya tetap bergantung pada penguatan kinerja operasional.

Kata kunci: Debt to Asset Ratio; Debt to Equity Ratio; Equity to Asset Ratio; PKPU; Struktur Modal.

1. LATAR BELAKANG

Struktur modal menentukan seberapa besar aset perusahaan dibiayai utang dibandingkan modal sendiri, dan kelemahannya dapat membatasi kemampuan perusahaan memperoleh pembiayaan baru serta menahan guncangan eksternal (Sunardi, Kurniawati, & Sigalingging, 2026). Tekanan itu sangat nyata pada PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk. Sebelum proses Penundaan Kewajiban Pembayaran Utang (PKPU), perusahaan mencatat rugi bersih US$898,65 juta pada semester I 2021, dengan beban utang yang sebagian besar berasal dari kewajiban sewa pesawat (Jazuli, Dewi, Tampubolon, Ginting, & Panggabean, 2026). Pada 14 Juni 2022, utang tercatat Rp142,37 triliun, jauh di atas total aset sebesar Rp104,28 triliun

Naskah Masuk: 17 Agustus 2026; Revisi: 19 September 2026; Diterima: 28 Oktober 2026;
Terbit: 01 November 2026

(Amalia, Hariyani, & Prakoso, 2022). PKPU berlangsung sejak 9 Desember 2021 hingga putusan homologasi pada 27 Juni 2022, dan perjanjian damai tersebut menurunkan utang dari US$10,1 miliar menjadi sekitar US$4,6 miliar melalui pengurangan utang serta konversi sebagian utang menjadi obligasi dan ekuitas jangka panjang.

Hasil restrukturisasi tampak belum sepenuhnya mengubah fondasi keuangan perusahaan. Laba bersih 2022 mencapai US$3,74 miliar, tetapi menurun pada 2023 dan kembali menjadi rugi pada 2024 (Jazuli et al., 2026). Ekuitas tetap negatif pada 2022 sampai 2024 sehingga Debt to Equity Ratio bernilai negatif, yaitu -506 persen pada 2022 dan -590 persen pada 2024 (Herliza & Maulana, 2026; Jazuli et al., 2026). Berdasarkan rasio ekuitas terhadap total utang yang dihitung (Fatma Dwi Jati, Jojor Lisbet Sibarani, Susilawati Susilawati, Cahyo Ginarti, & Rehulina Bangun, 2026), posisi ini berbalik menjadi positif pada 2025. Pergerakan dari ekuitas negatif menuju positif tersebut menjadikan struktur modal Garuda Indonesia layak diamati secara khusus.

Celah penelitian terlihat dari dua sisi. Dalam studi yang ditelaah, kajian Garuda Indonesia berfokus pada kinerja atau *distress*, dengan struktur modal hanya menjadi salah satu rasio yang dibaca per tahun dan belum dibandingkan secara terpisah antara sebelum, saat, dan sesudah restrukturisasi. Studi lintas perusahaan, di sisi lain, tidak membahas kondisi ekuitas negatif milik Garuda Indonesia, dan hasilnya pada solvabilitas tidak seragam. Sebagian besar studi Garuda Indonesia juga berhenti pada 2024 (Herliza & Maulana, 2026; Jazuli et al., 2026; Sunardi et al., 2026). Kebaruan penelitian ini terletak pada perbandingan struktur modal Garuda Indonesia pada periode sebelum dan sesudah PKPU dengan indikator yang sama dan data akhir tahun hingga 2025, serta penggunaan *Debt to Asset Ratio* dan rasio ekuitas terhadap total aset yang tetap dapat ditafsirkan ketika ekuitas negatif.

Penelitian ini bertujuan menganalisis dan membandingkan perubahan struktur modal PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk sebelum dan sesudah restrukturisasi utang melalui PKPU selama periode 2019–2025 dengan melihat perubahan proporsi liabilitas dan ekuitas terhadap total aset. Kontribusi penelitian ini adalah memberikan gambaran empiris yang rinci tentang pergeseran struktur modal pada perusahaan dengan ekuitas negatif, serta menjadi bahan pertimbangan bagi manajemen, kreditur, dan pemerintah sebagai pemegang saham dalam menilai keberlanjutan hasil restrukturisasi.

2. KAJIAN TEORITIS

Struktur Modal dan Ukurannya

Struktur modal menggambarkan komposisi pendanaan perusahaan yang berasal dari utang dan ekuitas. Modigliani dan Miller (1958) menjadi titik tolak teori struktur modal modern dengan menunjukkan bahwa pada pasar modal yang sempurna nilai perusahaan tidak ditentukan oleh komposisi pendanaannya. Ketika asumsi tersebut dilonggarkan, struktur modal menjadi relevan. Teori *trade-off* menyatakan bahwa perusahaan menimbang manfaat penggunaan utang terhadap biaya kebangkrutan yang timbul ketika utang terlalu besar (Kraus & Litzenberger, 1973). Teori keagenan menjelaskan bahwa komposisi pendanaan memengaruhi konflik kepentingan antara manajer, pemegang saham, dan kreditur (Jensen & Meckling, 1976), sedangkan teori *pecking order* menyatakan bahwa asimetri informasi membuat perusahaan lebih memilih pendanaan internal, kemudian utang, dan menerbitkan ekuitas baru sebagai pilihan terakhir (Myers & Majluf, 1984).

Dalam penelitian keuangan di Indonesia, struktur modal umumnya dibaca melalui rasio solvabilitas. *Debt to Equity Ratio* (DER) membandingkan total liabilitas dengan total ekuitas, dan *Debt to Asset Ratio* (DAR) membandingkan total liabilitas dengan total aset (Kurniawati & Sigalingging, 2026a). *Equity to Asset Ratio* (EAR), yang dalam penilaian kesehatan BUMN dikenal sebagai rasio modal sendiri terhadap total aset (Kurniawati & Sigalingging, 2026b), menunjukkan bagian aset yang dibiayai ekuitas. Karena total liabilitas dan total ekuitas sama dengan total aset, DAR dan EAR saling melengkapi dan jumlah keduanya selalu 100 persen. Perbedaan penting muncul ketika ekuitas negatif. DER menjadi negatif dan tidak lagi dapat ditafsirkan seperti rasio konvensional, sehingga Herliza et al. (2026) memasukkan DER negatif Garuda Indonesia ke kategori kritikal yang mengindikasikan *technical insolvency*. DAR dan EAR tetap dapat dibaca pada kondisi tersebut karena memakai total aset sebagai penyebut.

Financial Distress dan Ekuitas Negatif

Utang yang terlalu besar meningkatkan kemungkinan perusahaan mengalami *financial distress*, yaitu kesulitan memenuhi kewajiban yang jatuh tempo. Habib et al. (2020) mengulas literatur empiris tentang determinan dan konsekuensi *financial distress*, dan Andrade dan Kaplan (1998) menunjukkan bahwa *financial distress* menimbulkan biaya nyata bagi perusahaan yang sangat berutang bahkan ketika bisnis intinya belum gagal. Myers (1977) menjelaskan masalah *debt overhang*: pada perusahaan yang sudah terlalu berutang, sebagian manfaat proyek baru mengalir kepada kreditur sehingga pemegang saham enggan menambah pendanaan. Gagasan ini relevan bagi perusahaan dengan ekuitas negatif, karena pengurangan atau penjadwalan ulang kewajiban, maupun tambahan modal pemegang saham, secara teoretis

mengurangi tekanan tersebut. Pada Garuda Indonesia, ekuitas yang negatif dan utang yang jauh melampaui aset menjadi alasan perusahaan menempuh restrukturisasi (Amalia et al., 2022), dan studi berbasis model prediksi kebangkrutan menempatkan perusahaan di zona *distress* pada sebagian besar tahun pengamatan (Fatma Dwi Jati et al., 2026).

Restrukturisasi Utang dan PKPU

Restrukturisasi utang adalah proses penggantian perjanjian utang yang ada dengan kontrak baru yang dimodifikasi, misalnya melalui penurunan bunga atau pokok, perpanjangan jangka waktu pembayaran, atau konversi utang menjadi ekuitas.Gilson et al. (1990) meneliti restrukturisasi utang pada perusahaan yang gagal bayar, sedangkan Akbar et al. (2022) menghubungkan *financial distress*, siklus hidup perusahaan, dan keputusan restrukturisasi. Angelina et al. (2024) membandingkan kinerja keuangan perusahaan yang menempuh restrukturisasi utang dan kepailitan dengan *event study* berjendela panjang. Di Indonesia, Undang-Undang Nomor 37 Tahun 2004 tentang Kepailitan dan Penundaan Kewajiban Pembayaran Utang menyediakan PKPU sebagai jalur hukum agar debitor dapat menyusun rencana perdamaian yang memuat tawaran pembayaran sebagian atau seluruh utang kepada kreditor (Amalia et al., 2022). Pada Garuda Indonesia, proses PKPU berakhir dengan putusan homologasi pada 27 Juni 2022, yang menurut (Allya, Ai'ni, Tiara, Amara, & Putra, 2025) mengurangi utang serta mengubah sebagian utang menjadi obligasi dan ekuitas jangka panjang.

Ditinjau dari struktur modal, ketiga bentuk modifikasi utang tersebut berdampak berbeda. Pengurangan nilai utang dan konversi menjadi ekuitas menurunkan liabilitas dan dapat menaikkan ekuitas, sedangkan perpanjangan jatuh tempo menggeser pembayaran ke masa depan tanpa serta-merta mengurangi liabilitas yang tercatat. Dampak pada rasio struktur modal karena itu bergantung pada komposisi kesepakatan restrukturisasi dan pada pengakuan akuntansinya.

Penelitian Terdahulu pada Garuda Indonesia

Penelitian terdahulu pada Garuda Indonesia umumnya menilai kinerja keuangan pasca restrukturisasi. Allya et al. (2025) menemukan kinerja keuangan periode 2022 sampai 2023 tetap tidak stabil, sedangkan Jazuli et al. (2026) dan Herliza et al. (2026) menunjukkan likuiditas di bawah standar, ekuitas negatif, dan profitabilitas yang berfluktuasi sepanjang 2022 sampai 2024. Sunardi et al. (2026) menunjukkan skor kesehatan keuangan naik pada 2022 lalu turun pada 2023 dan 2024, dengan skor rasio modal sendiri terhadap total aset nol sejak 2020. Pada pendekatan prediksi kebangkrutan, Jati et al. (2026) menemukan Garuda Indonesia berada di zona distress pada 2021 sampai 2025 kecuali 2022, sedangkan Macenning (2026)

menempatkan seluruh tahun 2019 sampai 2025 dalam zona distress. Perbedaan temuan ini menunjukkan bahwa kesimpulan sangat bergantung pada ukuran dan periode yang dipakai.

Penelitian pada Perusahaan Lain

Penelitian lintas perusahaan membandingkan kondisi sebelum dan sesudah restrukturisasi dengan hasil solvabilitas yang bervariasi. Nadia et al. (2022) menemukan perbedaan profitabilitas yang signifikan, tetapi tidak pada likuiditas dan solvabilitas. Munir et al. (2025) tidak menemukan perbedaan signifikan pada Debt to Equity Ratio, Current Ratio, dan Return on Assets. Pada PT Krakatau Steel Tbk, rata-rata Debt to Equity Ratio justru naik dari 260,96 persen menjadi 562,08 persen setelah restrukturisasi (Astuti, 2026).

Kerangka Pemikiran

Berdasarkan uraian di atas, restrukturisasi utang secara teoretis dapat memperbaiki struktur modal melalui penurunan liabilitas dan pemulihan ekuitas. Perbaikan tersebut tercermin pada DAR yang lebih rendah dan EAR yang lebih tinggi pada periode sesudah dibandingkan periode sebelum restrukturisasi. Namun, bukti penelitian terdahulu pada aspek solvabilitas tidak seragam (Astuti, 2026; Nadia, Iswadi, Raza, & Naz'aina, 2022), dan perbaikan yang bersumber dari pengakuan keuntungan restrukturisasi atau tambahan modal pemegang saham tidak serta-merta mencerminkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba. Penelitian ini tidak merumuskan hipotesis statistik. Harapan arah yang diuji secara deskriptif adalah bahwa DAR periode sesudah lebih rendah, EAR periode sesudah lebih tinggi, dan perubahan tersebut bertahan sepanjang periode pengamatan.

3. METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan desain deskriptif komparatif, yaitu membandingkan struktur modal Garuda Indonesia pada dua periode yang dipisahkan oleh peristiwa restrukturisasi utang yang telah terjadi. Desain ini sejalan dengan penelitian terdahulu yang membandingkan rata-rata rasio keuangan sebelum dan sesudah restrukturisasi (Astuti, 2026) dan yang mengevaluasi kondisi keuangan Garuda Indonesia secara deskriptif (Jazuli et al., 2026; Sunardi et al., 2026). Objek penelitian adalah PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk. Data penelitian mencakup laporan keuangan konsolidasian tahunan PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk periode 2019–2025. Periode sebelum restrukturisasi mencakup 2019 sampai 2021 dan periode sesudah mencakup 2023 sampai 2025, masing-masing dengan tiga pengamatan. Posisi akhir 2021 masih mencerminkan kondisi sebelum homologasi karena PKPU baru dimulai pada Desember 2021. Tahun 2022 dikeluarkan dari perbandingan sebagai

periode transisi karena homologasi terjadi pada Juni 2022 dan dampak restrukturisasi dicatat pada tahun tersebut (Allya et al., 2025), tetapi posisinya tetap disajikan untuk membaca tren.

Data yang digunakan adalah data sekunder berupa laporan posisi keuangan yang bersumber dari laporan tahunan dan laporan keuangan konsolidasian audit yang dipublikasikan pada laman hubungan investor Garuda Indonesia dan Bursa Efek Indonesia (PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk., 2021, 2022, 2023, 2024, 2025a, 2026; Herliza et al., 2026; Sunardi et al., 2026). Teknik pengumpulan data dilakukan melalui dokumentasi, yaitu mengunduh laporan dan mengekstrak total aset, total liabilitas, dan total ekuitas dalam satuan USD. Angka 2019 memakai penyajian kembali pada laporan tahunan 2020 sebagai angka pembanding resmi yang terbaru. Angka ini belum mencerminkan penerapan PSAK 73 tentang sewa yang mulai berlaku pada 2020, sehingga keterbandingan 2019 dengan tahun-tahun berikutnya terbatas. Laporan keuangan interim 2025 (PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk., 2025b, 2025c) hanya digunakan sebagai informasi pendukung dalam pembahasan dan tidak dimasukkan dalam perhitungan statistik. Ketiga pos tersebut diolah menjadi tiga rasio struktur modal yang menjadi variabel penelitian dan disajikan pada Tabel 1.

Tabel 1. Operasionalisasi Variabel Penelitian

Variabel	Rumus	Rujukan
Debt to Equity Ratio (DER)	Total Liabilitas / Total Ekuitas	Munir et al., 2025; Jazuli et al., 2026
Debt to Asset Ratio (DAR)	Total Liabilitas / Total Aset	Jazuli et al., 2026
Equity to Asset Ratio (EAR)	Total Ekuitas / Total Aset	Sunardi et al., 2026

Model penelitian membandingkan nilai setiap rasio pada periode sebelum dan sesudah restrukturisasi, dengan restrukturisasi utang sebagai peristiwa pembeda dan struktur modal sebagai kondisi yang diamati. Teknik analisis dilakukan secara deskriptif dalam tiga langkah. Pertama, menghitung rata-rata, median, simpangan baku, nilai minimum, dan nilai maksimum setiap rasio pada tiap periode. Kedua, membandingkan selisih rata-rata dan median antara periode sesudah dan sebelum. Median dilaporkan bersama rata-rata untuk menguji apakah perbedaan dipengaruhi nilai ekstrem, mengingat setiap periode hanya memiliki tiga pengamatan. Ketiga, membaca tren tahunan setiap rasio pada 2019 sampai 2025 untuk melihat apakah perubahan bersifat berkelanjutan atau hanya sementara, seperti yang dilakukan Susniati dan Astuti (2026), dan menelusuri sumber perubahan pos liabilitas dan ekuitas pada laporan tahunan serta catatan atas laporan keuangan. Penelitian ini tidak menggunakan uji statistik inferensial, sehingga hasilnya menggambarkan arah dan besaran perubahan dan tidak diarahkan untuk menyimpulkan hubungan kausal, sejalan dengan keputusan Sunardi et al. (2026) yang tidak memakai regresi pada jumlah observasi terbatas. Karena ekuitas Garuda Indonesia negatif pada sebagian periode, nilai DER dapat bernilai negatif dan tidak dapat

ditafsirkan seperti rasio konvensional (Herliza & Maulana, 2026). DER karena itu dibaca bersama DAR dan EAR, dengan memperhatikan nilai komponen liabilitas dan ekuitasnya, dan persentase perubahan tidak dihitung untuk DER.

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

Data penelitian berupa tujuh laporan posisi keuangan konsolidasian akhir tahun 2019 sampai 2025 yang diambil dari laporan tahunan dan laporan keuangan audit Garuda Indonesia. Periode sebelum restrukturisasi diwakili oleh tiga pengamatan (2019 sampai 2021), periode sesudah oleh tiga pengamatan (2023 sampai 2025), dan 2022 diperlakukan sebagai periode transisi. Posisi aset, liabilitas, ekuitas, dan ketiga rasio disajikan pada Tabel 2, statistik deskriptif pada Tabel 3, dan perbandingan antarperiode pada Tabel 4. Tren DAR dan EAR ditunjukkan pada Gambar 1.

Perkembangan Struktur Modal 2019–2025

Tabel 2. Posisi Struktur Modal Garuda Indonesia 2019–2025 (US$ Juta)

Tahun	Aset	Liabilitas	Ekuitas	DER (%)	DAR (%)	EAR (%)
2019	4.455,7	3.873,1	582,6	664,8	86,9	13,1
2020	10.790,0	12.733,0	(1.943,0)	(655,3)	118,0	(18,0)
2021	7.192,7	13.302,8	(6.110,1)	(217,7)	184,9	(84,9)
2022*	6.235,0	7.770,1	(1.535,1)	(506,2)	124,6	(24,6)
2023	6.727,6	8.010,4	(1.282,7)	(624,5)	119,1	(19,1)
2024	6.618,6	7.970,5	(1.351,9)	(589,6)	120,4	(20,4)
2025	7.431,6	7.339,7	91,9	7.985,6	98,8	1,2

*Sumber: Laporan Tahunan 2020, 2021, 2024, 2025 dan Laporan Keuangan Konsolidasian 2022 dan 2023 PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk. (2021, 2022, 2023, 2024, 2025a, 2026), diolah. Angka dalam kurung menunjukkan nilai negatif. Angka 2019 memakai penyajian kembali dalam Laporan Tahunan 2020. *Periode transisi.*

Sebelum restrukturisasi, struktur modal memburuk dengan cepat. Pada 2019 ekuitas masih positif sebesar US$582,6 juta dengan DAR 86,9 persen dan EAR 13,1 persen. Pada 2020, liabilitas sebesar US$12.733,0 juta melampaui aset sebesar US$10.790,0 juta, sehingga ekuitas menjadi negatif US$1.943,0 juta. Pada 2021, liabilitas mencapai US$13.302,8 juta dan ekuitas negatif US$6.110,1 juta, dengan DAR 184,9 persen dan EAR negatif 84,9 persen. Posisi struktur modal tahun 2021 adalah titik terburuk seluruh periode pengamatan, dan rugi bersih pada tahun tersebut tercatat US$4.174,0 juta.

Perubahan terbesar terjadi pada 2022. Liabilitas turun US$5.532,7 juta atau 41,6 persen menjadi US$7.770,1 juta, ekuitas naik US$4.575,0 juta menjadi negatif US$1.535,1 juta, dan DAR turun dari 184,9 persen menjadi 124,6 persen. Perbaikan tersebut perlu diinterpretasikan secara hati-hati karena sebagian besar berkaitan dengan pengakuan keuntungan dan pendapatan dari restrukturisasi utang, sehingga belum dapat langsung dipandang sebagai peningkatan kinerja operasional. Laporan keuangan 2022 (PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk., 2023)

mencatat keuntungan restrukturisasi pembayaran sebesar US$1.383,9 juta, yang timbul dari penundaan pembayaran selama 22 tahun dengan bunga 0,01 sampai 0,1 persen per tahun berdasarkan putusan homologasi, serta pendapatan dari restrukturisasi utang sebesar US$2.854,8 juta. Kedua pos berjumlah US$4.238,7 juta, lebih besar daripada laba bersih 2022 sebesar US$3.736,7 juta. Tanpa kedua pos tersebut, laba sebelum pajak sebesar US$3.935,2 juta akan menjadi rugi sekitar US$303,5 juta. Karena sebagian besar kewajiban hanya diperpanjang jatuh temponya, liabilitas tetap US$7,77 miliar dan DAR tetap di atas 100 persen. Angka ini perlu dibaca bersama temuan (Allya et al., 2025) yang melaporkan penurunan utang dari US$10,1 miliar menjadi sekitar US$4,6 miliar. Angka tersebut tidak setara dengan total liabilitas konsolidasian. Pada laporan keuangan 2022, US$10,1 miliar adalah total liabilitas entitas induk saja (menjadi US$4,8 miliar pada 2022), sedangkan total liabilitas konsolidasian turun dari US$13,3 miliar menjadi US$7,8 miliar karena juga memuat liabilitas anak usaha dan kewajiban selain utang yang direstrukturisasi.

Setelah transisi, perbaikan tidak berlanjut. Liabilitas pada 2023 dan 2024 masing-masing US$8.010,4 juta dan US$7.970,5 juta, sedangkan ekuitas tetap negatif sebesar US$1.282,7 juta dan US$1.351,9 juta. DAR sebesar 119,1 persen pada 2023 dan 120,4 persen pada 2024, hampir sama dengan DAR 2020 sebesar 118,0 persen. Ekuitas bahkan menurun US$69,2 juta dari 2023 ke 2024. DER sebesar -506,2 persen pada 2022 dan -589,6 persen pada 2024 sama dengan angka yang dilaporkan Herliza et al. (2026) dan Jazuli et al. (2026). Setelah laba 2022 yang bersumber dari keuntungan restrukturisasi, rugi 2024 sebesar US$69,8 juta menunjukkan bahwa pemangkasan dan penundaan utang belum diikuti kemampuan menghasilkan laba, sehingga ekuitas kembali tergerus. Laporan keuangan interim Juni dan September 2025 (PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk., 2025b, 2025c) juga masih menunjukkan ekuitas negatif, masing-masing sebesar US$1.496,4 juta dan US$1.537,4 juta.

Perbandingan Struktur Modal Sebelum dan Sesudah Restrukturisasi

Tabel 3. Statistik Deskriptif Rasio Struktur Modal

Rasio	Periode	Rata-rata	Median	Simpangan Baku	Minimum	Maksimum
DER (%)	Sebelum	(69,4)	(217,7)	672,5	(655,3)	664,8
DER (%)	Sesudah	2.257,2	(589,6)	4.961,0	(624,5)	7.985,6
DAR (%)	Sebelum	130,0	118,0	50,1	86,9	184,9
DAR (%)	Sesudah	112,8	119,1	12,1	98,8	120,4
EAR (%)	Sebelum	(30,0)	(18,0)	50,1	(84,9)	13,1
EAR (%)	Sesudah	(12,8)	(19,1)	12,1	(20,4)	1,2

Keterangan: n = 3 untuk setiap periode. Angka dalam kurung menunjukkan nilai negatif.

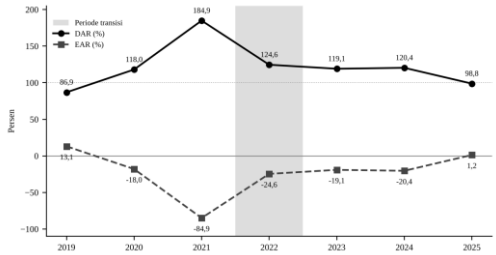
Tabel 4. Perbandingan Struktur Modal Sebelum dan Sesudah Restrukturisasi

Rasio	Rata-rata Sebelum	Rata-rata Sesudah	Selisih Rata-rata	Median Sebelum	Median Sesudah	Selisih Median
DER (%)	(69,4)	2.257,2	2.326,6	(217,7)	(589,6)	(371,9)
DAR (%)	130,0	112,8	(17,2)	118,0	119,1	1,1
EAR (%)	(30,0)	(12,8)	17,2	(18,0)	(19,1)	(1,1)

Keterangan: selisih dihitung sebagai nilai sesudah dikurangi nilai sebelum. Angka dalam kurung menunjukkan nilai negatif.

Perbandingan antarperiode pada Tabel 4 memberi gambaran yang bercampur. Rata-rata DAR turun dari 130,0 persen menjadi 112,8 persen, atau 17,2 poin persentase, dan rata-rata EAR naik dari negatif 30,0 persen menjadi negatif 12,8 persen, atau 17,2 poin persentase. Berdasarkan rata-rata, arah perubahan sesuai dengan harapan penelitian. Namun median menunjukkan hal yang berbeda. Median DAR justru naik dari 118,0 persen menjadi 119,1 persen, dan median EAR turun dari negatif 18,0 persen menjadi negatif 19,1 persen. Perbaikan pada rata-rata disebabkan oleh nilai ekstrem, yaitu DAR 2021 sebesar 184,9 persen yang menaikkan rata-rata periode sebelum dan DAR 2025 sebesar 98,8 persen yang menurunkan rata-rata periode sesudah. Dengan hanya tiga pengamatan per periode, temuan ini hanya menggambarkan arah dan tidak cukup untuk menyimpulkan perbaikan yang menyeluruh.

DER tidak dapat dibandingkan dengan cara yang sama. Rata-rata DER periode sebelum sebesar (69,4) persen dan periode sesudah sebesar 2.257,2 persen, tetapi angka ini menggabungkan nilai positif dan negatif. DER 2019 positif sebesar 664,8 persen karena ekuitas positif, sedangkan DER 2025 positif sebesar 7.985,6 persen karena ekuitas hanya US$91,9 juta sehingga pembaginya sangat kecil. Kedua nilai positif itu memiliki makna yang berlawanan, dan DER negatif pada tahun lainnya hanya menandakan ekuitas negatif. Temuan ini menguatkan peringatan Herliza et al. (2026) dan alasan penelitian ini bertumpu pada DAR dan EAR.



Gambar 1. Tren DAR dan EAR Garuda Indonesia 2019–2025
Sumber: Data Penelitian, 2026

Perubahan Struktur Modal pada 2025

Pergeseran pada 2025 adalah satu-satunya titik ketika ekuitas berbalik positif, dan Gambar 1 memperlihatkannya sebagai lonjakan tunggal. Liabilitas turun US$630,8 juta atau 7,9 persen menjadi US$7.339,7 juta, aset naik US$813,0 juta menjadi US$7.431,6 juta, dan

ekuitas menjadi positif US$91,9 juta. DAR turun menjadi 98,8 persen dan EAR menjadi positif 1,2 persen. Temuan ini sejalan dengan Jati et al. (2026) yang menemukan rasio ekuitas terhadap total utang berbalik positif pada 2025. Ekuitas naik US$1.443,8 juta meskipun perusahaan mencatat rugi tahun berjalan sebesar US$319,4 juta. Laporan perubahan ekuitas dalam Laporan Tahunan 2025 (PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk., 2026) menunjukkan dua sumber kenaikan. Sumber pertama adalah penerbitan saham senilai US$1.427,9 juta dari penambahan penyertaan modal Danantara sebesar Rp23,7 triliun atau sekitar US$1,4 miliar. Penyertaan itu terdiri atas konversi pinjaman pemegang saham Rp6,6 triliun (sekitar US$405 juta) dan penyertaan modal tunai Rp17,0 triliun (sekitar US$1.026 juta) melalui penerbitan saham baru, yang dilaksanakan pada 5 Desember 2025. Dana tunai itu digunakan untuk pemeliharaan armada Garuda Indonesia dan Citilink serta penyelesaian kewajiban Citilink kepada PT Pertamina (Persero). Konversi pinjaman menjelaskan sebagian penurunan liabilitas, dan dana tunai menjelaskan kenaikan aset, termasuk aset lancar yang naik dari US$553,9 juta menjadi US$1.418,3 juta. Sumber kedua adalah penambahan modal entitas anak oleh pemegang saham nonpengendali sebesar US$339,0 juta, yaitu inbreng lahan oleh PT Angkasa Pura Indonesia kepada PT Garuda Maintenance Facility Aero Asia Tbk (GMF AeroAsia) yang dinilai wajar US$339,2 juta dan dilaksanakan pada 29 Desember 2025. Setelah rugi tahun berjalan US$319,4 juta dan penghasilan komprehensif lain negatif US$3,7 juta, kedua sumber ini menjelaskan seluruh kenaikan ekuitas. Ekuitas yang dapat diatribusikan kepada pemilik entitas induk hanya US$8,2 juta, sedangkan US$83,7 juta lainnya adalah kepentingan nonpengendali.

Dengan demikian, perbaikan struktur modal pada 2025 tidak semata-mata mencerminkan hasil restrukturisasi melalui PKPU, tetapi juga berkaitan dengan tambahan modal pemegang saham dan inbreng pada entitas anak. Perbaikan itu berasal dari suntikan modal pemegang saham dan inbreng lahan non-tunai pada tahun ketiga setelah homologasi, sedangkan hasil restrukturisasi 2022 sudah terkikis oleh kerugian pada 2023 dan 2024. Pola ini mirip dengan temuan pada perusahaan lain. Susniati dan Astuti (2026) menemukan rata-rata DER PT Krakatau Steel Tbk naik dari 260,96 persen menjadi 562,08 persen setelah restrukturisasi, dan Putri dan Natasari (2026) melaporkan perbaikan terbatas pada PT Pan Brothers Tbk dengan leverage yang tetap tinggi. Munir et al. (2025) tidak menemukan perbedaan signifikan pada DER, dan Nadia et al. (2022) tidak menemukan perbedaan pada solvabilitas. Pada Garuda Indonesia, restrukturisasi utang mengurangi tekanan pada 2022 tetapi tidak mengubah fondasi struktur modal, dan ekuitas positif baru tercapai ketika pemegang saham menambah modal dan lahan disetorkan ke anak usaha.

Implikasi dan Keterbatasan Penelitian

Temuan ini memiliki implikasi bagi manajemen, kreditur, dan pemerintah sebagai pemegang saham. Ekuitas akhir 2025 hanya setara 1,2 persen dari total aset, sehingga rugi sekitar US$92 juta saja sudah cukup mengembalikan ekuitas ke posisi negatif. Pada ekuitas milik pemilik entitas induk, bantalan itu bahkan hanya US$8,2 juta. Rugi tahun berjalan 2025 sebesar US$319,4 juta menunjukkan risiko itu nyata. Keberlanjutan hasil restrukturisasi karena itu bergantung pada kemampuan perusahaan menghasilkan laba operasi dan bukan pada tambahan modal berikutnya, dan kreditur perlu memantau DAR dan EAR pada setiap laporan keuangan. Hasil penelitian perlu ditafsirkan dengan hati-hati karena setiap periode hanya memiliki tiga pengamatan akhir tahun, analisis dilakukan tanpa uji statistik, perbaikan ekuitas positif hanya terlihat pada satu titik pengamatan, dan angka 2019 belum mencerminkan PSAK 73 sehingga tidak sepenuhnya sebasis dengan tahun berikutnya. Periode sebelum restrukturisasi juga memadukan 2019 yang relatif normal dengan 2020 sampai 2021 yang dipengaruhi pandemi.

5. KESIMPULAN DAN SARAN

Penelitian ini menunjukkan bahwa struktur modal PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk mengalami perubahan yang berbeda pada setiap periode pengamatan. Pada periode sebelum restrukturisasi, kondisi struktur modal memburuk dan mencapai posisi terlemah pada 2021, ketika liabilitas mencapai US$13.302,8 juta, ekuitas negatif US$6.110,1 juta, dan DAR sebesar 184,9%. Pada 2022 sebagai periode transisi, liabilitas menurun dan DAR membaik menjadi 124,6%, terutama seiring pengakuan keuntungan dan pendapatan dari restrukturisasi utang. Namun, perbaikan tersebut tidak berlanjut pada 2023–2024 karena ekuitas tetap negatif dan DAR kembali meningkat pada 2024 menjadi 120,4%. Pada 2025, ekuitas berbalik positif menjadi US$91,9 juta dan DAR turun menjadi 98,8%. Meskipun demikian, perubahan tersebut tidak semata-mata mencerminkan hasil restrukturisasi melalui PKPU karena kenaikan ekuitas terutama berasal dari tambahan penyertaan modal pemegang saham dan inbreng pada entitas anak, sementara perusahaan masih mencatat rugi tahun berjalan sebesar US$319,4 juta. Dengan demikian, restrukturisasi utang mengurangi tekanan struktur modal pada 2022, tetapi belum menunjukkan perubahan yang sepenuhnya berkelanjutan terhadap fondasi struktur modal perusahaan.

Penelitian ini memiliki keterbatasan berupa jumlah pengamatan yang terbatas, yaitu tiga tahun pada masing-masing periode sebelum dan sesudah restrukturisasi, sehingga hasil penelitian lebih tepat digunakan untuk menggambarkan arah perubahan daripada melakukan

generalisasi. Selain itu, penelitian tidak menggunakan uji statistik inferensial dan periode 2019 memiliki keterbatasan keterbandingan dengan tahun berikutnya terkait penerapan PSAK 73. Penelitian selanjutnya dapat memperpanjang periode pengamatan untuk menilai perkembangan struktur modal dalam jangka lebih panjang serta menggunakan indikator kinerja keuangan dan operasional yang lebih luas untuk mengevaluasi apakah perbaikan struktur modal diikuti oleh pemulihan kinerja perusahaan yang lebih konsisten.

DAFTAR REFERENSI

Akbar, M., Hussain, A., Sokolova, M., & Sabahat, T. (2022). Financial distress, firm life cycle, and corporate restructuring decisions: Evidence from Pakistan's economy. *Economies*, *10*(7), 175. https://doi.org/10.3390/economies10070175

Allya, A. S., Ai'ni, A. D. N., Tiara, F. S., Amara, G., & Putra, A. S. (2025). Analisis rasio keuangan untuk mengukur kinerja keuangan pada PT. Garuda Indonesia periode tahun 2022–2023. *Jurnal Ilmiah Wahana Pendidikan*, *11*(7.A), 10–24. https://jurnal.peneliti.net/index.php/JIWP/article/view/12144

Amalia, W. S., Hariyani, I., & Prakoso, B. (2022). Restrukturisasi utang PT Garuda Indonesia, Tbk. sebagai upaya penundaan kewajiban pembayaran utang kepada kreditur. *Mimbar Yustitia*, *6*(2), 108–117. https://doi.org/10.52166/mimbar.v6i2.3658

Andrade, G., & Kaplan, S. N. (1998). How costly is financial (not economic) distress? Evidence from highly leveraged transactions that became distressed. *The Journal of Finance*, *53*(5), 1443–1493.

Angelina, I., Sutjiono, G. L., Citrawati, I., & Linawati, N. (2024). A long window event study of financial performance: Does debt restructuring triumph over bankruptcy? *Journal of Auditing, Finance, and Forensic Accounting*, *12*(1). https://doi.org/10.21107/jaffa.v12i1.24730

Gilson, S. C., John, K., & Lang, L. H. P. (1990). Troubled debt restructurings: An empirical study of private reorganization of firms in default. *Journal of Financial Economics*, *27*(2), 315–353.

Habib, A., Costa, M. D., Huang, H. J., Bhuiyan, M. B. U., & Sun, L. (2020). Determinants and consequences of financial distress: Review of the empirical literature. *Accounting & Finance*, *60*(S1), 1023–1075. https://doi.org/10.1111/acfi.12400

Herliza, S., Maulana, R., & Muchlis. (2026). Analisis financial performance dengan studi current ratio, debt to equity ratio, dan net profit margin: Studi pada PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk periode 2022–2024. *Accounting, Management, and Business Economic Review*, *1*(1), 97–102. https://ejournal.unisi.ac.id/index.php/amber/

Jati, F. D., Sibarani, J. L., Susilawati, Ginarti, C., & Bangun, R. (2026). Analisis financial distress menggunakan model Altman Z-Score modifikasi pada PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk. periode 2021–2025. *Journal of Management and Creative Business*, *4*(1), 1–10. https://doi.org/10.30640/jmcbus.v4i1.6256

Jazuli, M. A., Dewi, N., Tampubolon, T. R., Ginting, G. D. B., & Panggabean, C. T. (2026). Analisis rasio keuangan untuk menilai kinerja keuangan pada PT. Garuda Indonesia (Persero) Tbk periode 2022–2024. *JIBEMA: Jurnal Ilmu Bisnis, Ekonomi, Manajemen, dan Akuntansi*, *4*(1), 921–936. https://doi.org/10.62421/jibema.v4i1.439

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.

Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The Journal of Finance*, *28*(4), 911–922.

Macenning, A. R. A. (2026). Dari krisis ke pemulihan: Analisis financial distress dan faktor penentunya pada PT Garuda Indonesia Tbk. *Mesada: Journal of Innovative Research*, *3*(1), 214–221. https://ziaresearch.or.id/index.php/mesada

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, *48*(3), 261–297.

Munir, M., Muzakir, & Mandaraira, F. (2025). Pengaruh restrukturisasi utang terhadap kinerja keuangan pada perusahaan di Indonesia (Studi kasus pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2015–2023). *Jebital: Jurnal Ekonomi dan Bisnis Digital*, *2*(3), 1–12. https://jurnal.rumahjurnalmandalika.com

Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, *5*(2), 147–175.

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.

Nadia, Iswadi, Raza, H., & Naz'aina. (2022). Analisis kinerja keuangan sebelum dan sesudah restrukturisasi utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi Malikussaleh*, *1*(1), 137–153. https://doi.org/10.29103/jam.v1i1.7448

PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk. (2021). *Laporan tahunan 2020*.

PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk. (2022). *Laporan tahunan 2021*.

PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk. (2023). *Laporan keuangan konsolidasian 31 Desember 2022 (audit)*.

PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk. (2024). *Laporan keuangan konsolidasian 31 Desember 2023*.

PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk. (2025a). *Laporan tahunan 2024*.

PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk. (2025b). *Laporan keuangan konsolidasian interim 30 Juni 2025*.

PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk. (2025c). *Laporan keuangan konsolidasian interim 30 September 2025*.

PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk. (2026). *Laporan tahunan 2025*.

Putri, I. M., & Natasari, D. (2026). *Analisis kinerja keuangan sebelum dan sesudah restrukturisasi utang tahun 2021 (studi kasus pada PT Pan Brothers Tbk)* [Skripsi, Universitas Gadjah Mada]. http://etd.repository.ugm.ac.id/

Sunardi, Kurniawati, D. W., & Sigalingging, A. S. M. (2026). Evaluasi kesehatan keuangan Garuda Indonesia pasca restrukturisasi utang. *Jurnal Valuasi: Jurnal Ilmiah Ilmu Manajemen dan Kewirausahaan*, *6*(2), 934–944. https://doi.org/10.46306/vls.v6i2.613

Susniati, & Astuti, E. P. (2026). Analisis dampak restrukturisasi utang terhadap kinerja keuangan pada PT Krakatau Steel Tbk periode 2015–2024. *Jurnal Rumpun Manajemen dan Ekonomi*, *3*(2), 696–709. https://doi.org/10.61722/jrme.v3i2.9012