Fenomena *Financial Distress* pada Perusahaan Bertata Kelola Tinggi: Analisis Kasus PT Garuda Indonesia dan PT Waskita Karya dalam Perspektif Teori Keagenan

Sovi Ismawati Rahayu[1], Sarah Fathiyyah Fatin[2], Hesty Juni Tambuati Subing[3]
Program Studi Akuntansi, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas YARSI, Indonesia
Email: sovi.ismawati@yarsi.ac.id

Article History:
Received: 05 September 2026
Revised: 03 Oktober 2026
Accepted: 29 Oktober 2026

Keywords: *Financial Distress, Corporate Governance, Agency Theory, ASEAN Corporate Governance Scorecard, Case Study.*

Abstract: *This study aims to analyze the phenomenon of financial distress in companies with high ASEAN Corporate Governance Scorecard (ACGS) scores through case studies of PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk and PT Waskita Karya (Persero) Tbk. Using a qualitative approach with case study method, this research analyzes secondary data including annual reports, financial statements, audit reports, and media coverage related to both companies during 2018–2023. The analysis employs an agency theory framework focusing on information asymmetry, moral hazard, and adverse selection mechanisms. The findings reveal that both companies experienced financial distress triggered by a combination of internal factors—including earnings management through aggressive revenue recognition, weak supervisory board oversight, and conflicts of interest—as well as external factors such as the Covid-19 pandemic. The key finding demonstrates a decoupling phenomenon between formal compliance with governance standards and their substantive implementation, where high ACGS scores failed to prevent governance failures because oversight mechanisms were procedural without being supported by a strong culture of integrity. This study contributes to corporate governance literature by presenting qualitative evidence that checklist-based governance assessment instruments have limitations in detecting substantive governance failure risks.*

Article History:
Received: 05 September 2026
Revised: 03 Oktober 2026
Accepted: 29 Oktober 2026

Kata Kunci: *Financial Distress, Corporate*

Abstrak: Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis fenomena financial distress pada perusahaan yang memiliki skor ASEAN Corporate Governance Scorecard (ACGS) tinggi melalui studi kasus pada PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk dan PT Waskita Karya (Persero) Tbk. Menggunakan pendekatan kualitatif dengan metode studi kasus, penelitian ini menganalisis data sekunder berupa laporan tahunan, laporan keuangan, laporan audit, dan pemberitaan

Governance, Teori Keagenan, ASEAN *Corporate Governance Scorecard,* Studi Kasus.

media terkait kedua perusahaan selama periode 2018–2023. Analisis dilakukan menggunakan kerangka teori keagenan dengan fokus pada mekanisme asimetri informasi, moral hazard, dan adverse selection. Hasil penelitian mengungkap bahwa kedua perusahaan mengalami financial distress yang dipicu oleh kombinasi faktor internal—termasuk praktik manajemen laba melalui pengakuan pendapatan yang agresif, lemahnya fungsi pengawasan dewan komisaris, dan konflik kepentingan—serta faktor eksternal berupa pandemi Covid-19. Temuan utama menunjukkan adanya fenomena decoupling antara kepatuhan formal terhadap standar tata kelola dan implementasi substantifnya, di mana skor ACGS yang tinggi tidak mampu mencegah kegagalan tata kelola karena mekanisme pengawasan bersifat prosedural tanpa didukung budaya integritas yang kuat. Penelitian ini berkontribusi pada literatur corporate governance dengan menyajikan bukti kualitatif bahwa instrumen penilaian tata kelola berbasis checklist memiliki keterbatasan dalam mendeteksi risiko kegagalan tata kelola substantif.

PENDAHULUAN

Tata kelola perusahaan yang baik (*good corporate governance*/GCG) telah menjadi pilar fundamental dalam menjaga stabilitas keuangan dan keberlangsungan operasional perusahaan. Di kawasan ASEAN, komitmen terhadap peningkatan kualitas tata kelola diwujudkan melalui *ASEAN Corporate Governance Scorecard* (ACGS) yang dikembangkan oleh *ASEAN Capital Markets Forum* (ACMF) bekerja sama dengan *Asian Development Bank* (ADB). Perusahaan-perusahaan yang memperoleh skor tertinggi dimasukkan ke dalam kategori *Top 50 Publicly Listed Companies* (PLCs) di masing-masing negara, yang seharusnya merepresentasikan standar tata kelola terbaik di tingkat nasional.

Namun, realitas empiris menunjukkan paradoks yang menantang asumsi tersebut. Beberapa perusahaan yang termasuk dalam *Indonesian Top 50 PLCs* justru mengalami *financial distress* yang parah hingga mengancam keberlangsungan usahanya. PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk, maskapai penerbangan nasional yang termasuk dalam daftar elite tata kelola ini, mencatatkan kerugian sebesar Rp38,48 triliun pada tahun 2021 dengan total utang melebihi Rp140 triliun, yang memaksa perusahaan menjalani proses Penundaan Kewajiban Pembayaran Utang (PKPU). Dalam proses tersebut, terungkap bahwa total utang Garuda mencapai Rp142,42 triliun kepada 501 kreditur. Dugaan rekayasa laporan keuangan tahun buku 2018 yang melibatkan pencatatan transaksi fiktif dengan PT Mahata Aero Teknologi menambah kompleksitas kasus ini (Ramadhan, 2024; Wareza, n.d.).

Kasus serupa terjadi pada PT Waskita Karya (Persero) Tbk, perusahaan BUMN konstruksi yang juga berada dalam daftar *Top 50 PLCs*. Perusahaan ini mengakumulasi kerugian bersih lebih dari Rp11 triliun selama periode 2020–2023, dengan rincian kerugian Rp7,38 triliun pada

2020, Rp1,1 triliun pada 2021, Rp1,9 triliun pada 2022, dan Rp2,23 triliun pada 2023. Temuan audit BPKP mengungkap adanya pelanggaran dalam pengelolaan subkontraktor dan konflik kepentingan yang berpotensi mengarah pada praktik manajemen laba (Idris, n.d.; Damara Tonce, n.d.; Rahman H, n.d.).

Kedua kasus tersebut menimbulkan pertanyaan kritis: mengapa perusahaan dengan skor tata kelola tinggi tetap rentan terhadap *financial distress*? Apakah mekanisme tata kelola yang dinilai oleh ACGS mampu berfungsi sebagai benteng pertahanan terhadap kegagalan keuangan, atau justru memberikan rasa aman semu (*false sense of security*) yang menutupi kelemahan substansi? Pertanyaan-pertanyaan ini belum terjawab secara memadai oleh penelitian terdahulu yang didominasi oleh pendekatan kuantitatif.

Penelitian kuantitatif terdahulu menunjukkan hasil yang inkonsisten mengenai hubungan antara tata kelola dan *financial distress*. Mellennia dan Khomsiyah (2023) menemukan bahwa *financial distress* berpengaruh positif signifikan terhadap manajemen laba, sementara Linda Apriliana dan Lita Khoirun Nisa (2024) justru menemukan dampak negatif. Husnaint dan Basuki (2020) menyimpulkan ACGS tidak berpengaruh signifikan terhadap pelaporan keberlanjutan. Inkonsistensi ini mengisyaratkan keterbatasan pendekatan kuantitatif dalam menangkap kompleksitas hubungan antara tata kelola dan kondisi keuangan perusahaan.

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis secara kualitatif fenomena *financial distress* pada perusahaan bertata kelola tinggi melalui studi kasus mendalam pada PT Garuda Indonesia dan PT Waskita Karya. Dengan menggunakan kerangka teori keagenan, penelitian ini menggali: (1) faktor-faktor penyebab *financial distress* pada kedua perusahaan ditinjau dari perspektif konflik keagenan; (2) peran dan keterbatasan mekanisme tata kelola formal dalam mencegah *financial distress*; dan (3) dinamika interaksi antara praktik manajemen laba, efektivitas pengawasan dewan, dan kondisi keuangan perusahaan. Periode pengamatan mencakup tahun 2018–2023 untuk menangkap kronologi peristiwa secara komprehensif, mulai dari indikasi awal permasalahan hingga proses penyelesaian krisis.

Kontribusi penelitian ini terletak pada penggunaan pendekatan kualitatif studi kasus yang masih sangat terbatas dalam literatur ACGS dan *financial distress* di Indonesia. Melalui analisis mendalam terhadap dua kasus yang representatif, penelitian ini diharapkan menghasilkan pemahaman yang lebih kaya dan kontekstual mengenai kegagalan tata kelola, yang tidak dapat ditangkap oleh analisis statistik semata.

Pemilihan pendekatan studi kasus didasari oleh argumentasi metodologis bahwa fenomena kegagalan tata kelola pada perusahaan bertata kelola tinggi merupakan fenomena yang bersifat kontekstual dan multidimensional, sehingga memerlukan eksplorasi mendalam yang tidak mungkin dilakukan melalui pendekatan survei atau analisis regresi. Studi kasus memungkinkan peneliti untuk menelusuri rantai kausalitas yang kompleks—dari kondisi struktural yang melatarbelakangi, melalui proses pengambilan keputusan yang bermasalah, hingga dampak kumulatif yang berujung pada krisis keuangan. Dengan menyandingkan dua kasus dari sektor yang berbeda, penelitian ini juga mampu mengidentifikasi pola-pola yang bersifat lintas sektoral sekaligus mengapresiasi kekhasan masing-masing konteks industri.

Penelitian ini juga memiliki relevansi praktis yang tinggi mengingat pemerintah Indonesia terus mendorong peningkatan kualitas tata kelola BUMN melalui berbagai regulasi dan mekanisme pengawasan. Temuan mengenai kegagalan tata kelola pada perusahaan yang secara formal memenuhi standar ACGS dapat menjadi masukan berharga bagi reformasi kebijakan tata kelola BUMN dan penguatan mekanisme pengawasan di pasar modal Indonesia.

TINJAUAN PUSTAKA

Teori Keagenan dan Konflik Kepentingan dalam Korporasi

Teori keagenan (*agency theory*) yang dikembangkan oleh Jensen dan Meckling (1976) menjelaskan hubungan kontraktual antara *principal* (pemilik) dan *agent* (manajer) yang berpotensi menimbulkan konflik kepentingan. Dalam konteks perusahaan publik, konflik ini semakin kompleks karena melibatkan berbagai tingkatan pemangku kepentingan: pemegang saham mayoritas versus minoritas, manajemen versus dewan pengawas, serta kepentingan korporasi versus kepentingan publik.

Asimetri informasi menjadi akar dari permasalahan keagenan. Nasirph dan Priyadi (dalam Fiolina et al., 2024) mengidentifikasi dua manifestasi utamanya. Pertama, *adverse selection* terjadi ketika manajer yang memiliki informasi superior memilih untuk tidak mengungkapkan informasi krusial kepada pemilik, sehingga keputusan diambil berdasarkan informasi yang tidak lengkap. Kedua, *moral hazard* terjadi ketika manajer mengambil tindakan yang menguntungkan diri sendiri—seperti manipulasi laporan keuangan—karena aktivitasnya tidak sepenuhnya terobservasi oleh pemilik. Bahri dan Arrosyid (2021) menegaskan bahwa *moral hazard* mendorong manajer melakukan penyalahgunaan aset dan manipulasi laporan keuangan melalui praktik manajemen laba.

Dalam konteks perusahaan BUMN—seperti Garuda Indonesia dan Waskita Karya—konflik keagenan memiliki dimensi tambahan. Pemerintah sebagai pemegang saham pengendali memiliki tujuan ganda: memaksimalkan nilai perusahaan sekaligus memenuhi misi sosial dan strategis nasional. Dualitas tujuan ini dapat mendistorsi pengambilan keputusan manajerial, di mana proyek-proyek yang secara finansial tidak layak tetap dijalankan demi kepentingan politik atau pembangunan nasional. Kondisi ini menciptakan lapisan konflik keagenan yang lebih dalam dibandingkan perusahaan swasta pada umumnya.

Financial Distress: Konsep, Penyebab, dan Prediksi

Financial distress merupakan kondisi di mana perusahaan mengalami kesulitan keuangan yang ditandai dengan ketidakmampuan menghasilkan pendapatan yang cukup untuk memenuhi kewajiban finansialnya. Menurut Baghaskara dan Retnani (n.d.), kondisi ini umumnya disebabkan oleh biaya tetap yang tinggi, tingkat aset yang tidak likuid, atau pendapatan yang sensitif terhadap penurunan ekonomi. Gerritsen (dalam Erna, 2022) menegaskan bahwa *financial distress* merupakan tahap awal sebelum kebangkrutan; jika tidak segera ditangani, perusahaan berpotensi menghadapi risiko yang lebih besar.

Financial distress berkembang melalui siklus yang dimulai dari penurunan kinerja keuangan, meningkatnya beban operasional atau turunnya pendapatan, hingga titik di mana arus kas yang dihasilkan tidak lagi cukup untuk menutup total biaya operasional. Helena dan Saifi (dalam Erna, 2022) menyebut kondisi ini sebagai *failure*—keadaan ketika perusahaan mengalami kegagalan ekonomi akibat ketidakseimbangan antara pendapatan dan biaya. Kebangkrutan adalah kondisi terburuk dari *financial distress* di mana perusahaan berada di titik terendah dan tidak mampu memenuhi kewajibannya (Damayanti dan Nugrahanti, 2022).

Model Altman Z-Score merupakan metode yang paling luas digunakan untuk memprediksi *financial distress*. Dikembangkan oleh Edward Altman pada tahun 1968 menggunakan *Multiple Discriminant Analysis* (MDA), model ini menggabungkan lima rasio keuangan: modal kerja terhadap total aset, laba ditahan terhadap total aset, EBIT terhadap total aset, nilai pasar ekuitas terhadap total kewajiban, dan penjualan terhadap total aset. Interpretasinya: $Z > 2{,}99$ menandakan kondisi sehat, $1{,}81 < Z < 2{,}99$ berada di *grey area*, dan $Z < 1{,}81$ menandakan potensi

kebangkrutan. Meskipun model ini memiliki akurasi tinggi (80–90%), Insani et al. (2024) mencatat keterbatasan penerapannya secara universal karena variasi kontekstual antarindustri dan perbedaan struktur ekonomi antarnegara.

Dalam konteks penelitian ini, penting untuk memahami bahwa model-model prediksi *financial distress* seperti Altman Z-Score bersifat *ex post*—mengidentifikasi perusahaan yang sudah berada dalam kondisi bermasalah berdasarkan data keuangan historis. Model-model ini tidak dirancang untuk mendeteksi penyebab fundamental di balik *financial distress*, terutama yang berkaitan dengan kegagalan tata kelola. Sebuah perusahaan dengan skor Z-Score yang masih berada di zona aman pada suatu periode dapat dengan cepat jatuh ke zona *distress* pada periode berikutnya jika terdapat praktik manajemen laba yang menutupi kelemahan fundamental. Keterbatasan inilah yang menjadikan pendekatan kualitatif penting sebagai pelengkap analisis kuantitatif dalam memahami dinamika *financial distress*—karena pendekatan kualitatif mampu menggali proses, motivasi, dan konteks di balik angka-angka keuangan yang tampak pada permukaan.

Manajemen Laba sebagai Manifestasi Konflik Keagenan

Manajemen laba merupakan praktik yang dilakukan manajemen untuk mempengaruhi laporan keuangan melalui penyesuaian tertentu dengan tujuan menciptakan citra kinerja yang sesuai harapan pemangku kepentingan. Senjaya et al. (2021) menjelaskan bahwa manipulasi fakta—seperti pembebanan biaya berlebih atau pengakuan pendapatan yang tidak nyata—dapat meningkatkan nilai laba dan mempengaruhi persepsi investor terhadap kinerja perusahaan. Praktik ini sering muncul ketika perusahaan mengalami tekanan keuangan.

Scott (dalam Juliana, 2022) mengidentifikasi beberapa pola manajemen laba. *Taking a bath* terjadi saat perusahaan melaporkan kerugian besar untuk meningkatkan laba di masa mendatang. *Income minimization* dilakukan saat laba tinggi untuk mengantisipasi penurunan mendatang. *Income maximization* dilakukan saat laba menurun untuk memperoleh bonus lebih besar. *Income smoothing* dilakukan untuk meratakan fluktuasi laba. Dalam konteks kasus yang diteliti, pola *income maximization* dan pengakuan pendapatan agresif menjadi praktik yang paling relevan.

Dalam konteks tata kelola perusahaan, praktik manajemen laba seharusnya dapat dicegah melalui mekanisme pengawasan yang efektif. Damayanti dan Nugrahanti (2022) menemukan bahwa GCG yang kuat mampu menekan kecenderungan manajemen laba saat perusahaan menghadapi tekanan keuangan. Namun, Pratiwi et al. (2017) mencatat bahwa efektivitas mekanisme pengawasan—termasuk kepemilikan institusional, dewan komisaris independen, dan komite audit—bergantung pada implementasi substantif, bukan sekadar keberadaan formal.

ASEAN Corporate Governance Scorecard dan Keterbatasannya

ACGS menilai perusahaan berdasarkan lima prinsip OECD: hak pemegang saham (10%), perlakuan setara (10%), peran pemangku kepentingan (15%), pengungkapan dan transparansi (25%), serta tanggung jawab dewan (40%). Soleha (2024) menegaskan bahwa prinsip OECD dijadikan acuan karena telah diakui secara global. Namun, Bintara (2020) menemukan bahwa skor ACGS yang tinggi tidak secara otomatis meningkatkan nilai perusahaan, mengindikasikan bahwa penerapannya masih dianggap sebagai kepatuhan regulasi, bukan kebutuhan strategis.

Keterbatasan utama ACGS terletak pada sifat penilaiannya yang berbasis *checklist*. Instrumen ini mengukur keberadaan mekanisme tata kelola (*form*) tanpa secara memadai menilai efektivitas operasionalnya (*substance*). Sebuah perusahaan dapat memperoleh skor tinggi dengan memiliki komite audit, komisaris independen, dan kebijakan pengungkapan yang lengkap di atas

kertas, tanpa menjamin bahwa mekanisme-mekanisme tersebut benar-benar berfungsi dalam mencegah penyimpangan. Fenomena ini dikenal sebagai *decoupling* dalam teori organisasi—terputusnya hubungan antara struktur formal dengan praktik aktual.

Dalam konteks sejarah pengembangan ACGS, instrumen ini mengalami beberapa kali revisi untuk mengakomodasi perkembangan praktik tata kelola global. Versi 2017 yang digunakan dalam penilaian 2019 mencakup 146 item Level 1, 13 item bonus, dan 25 item *penalty* dengan skor maksimum 130 poin. Revisi 2023 yang disahkan pada Oktober 2023 mengintegrasikan aspek keberlanjutan dan ketahanan, menggabungkan komponen A dan B menjadi satu, serta menambah indikator ESG. Namun, terlepas dari penyempurnaan instrumen, pertanyaan fundamental tentang kemampuan penilaian berbasis dokumen dalam menangkap substansi tata kelola tetap relevan.

Studi-studi terdahulu mengenai efektivitas instrumen penilaian tata kelola menunjukkan hasil yang beragam. Di tingkat internasional, penelitian mengenai indeks tata kelola seperti Gov-Score dan Corporate Governance Quotient (CGQ) juga menemukan adanya kesenjangan antara skor tata kelola dan kinerja aktual perusahaan. Temuan ini bukan unik untuk ACGS—melainkan refleksi dari keterbatasan inheren dari setiap instrumen pengukuran yang bersifat *snapshot* dan berbasis kepatuhan formal. Younas et al. (2021) yang meneliti hubungan tata kelola dan *financial distress* di pasar berkembang Asia menemukan bahwa indeks tata kelola berpengaruh positif terhadap penurunan risiko *financial distress*, namun dengan catatan bahwa pengaruh tersebut bervariasi tergantung pada konteks institusional masing-masing negara.

METODE PENELITIAN

Desain Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan kualitatif dengan metode studi kasus (*case study*). Menurut Yin (2018), studi kasus merupakan metode yang tepat untuk menjawab pertanyaan "mengapa" dan "bagaimana" suatu fenomena terjadi dalam konteks kehidupan nyata, terutama ketika batas antara fenomena dan konteksnya tidak jelas. Desain studi kasus ganda (*multiple case study*) dipilih karena memungkinkan perbandingan lintas kasus (*cross-case analysis*) yang memperkuat validitas temuan melalui replikasi logis.

Pemilihan Kasus

Dua kasus dipilih secara purposif berdasarkan kriteria: (1) termasuk dalam *Indonesian Top 50 PLCs* berdasarkan ACGS tahun 2019; (2) mengalami *financial distress* yang terdokumentasi selama periode 2018–2023; dan (3) terdapat bukti publik mengenai kegagalan tata kelola. PT Garuda Indonesia dan PT Waskita Karya dipilih karena memenuhi seluruh kriteria tersebut dan merepresentasikan sektor yang berbeda—transportasi udara dan konstruksi infrastruktur—yang memungkinkan analisis lintas sektoral.

Tabel 1. Profil Dua Kasus Penelitian

Aspek	PT Garuda Indonesia	PT Waskita Karya
Sektor	Transportasi Udara	Konstruksi/Infrastruktur
Status	BUMN, Maskapai Nasional	BUMN Konstruksi
Kategori ACGS	Indonesian Top 50 PLCs 2019	Indonesian Top 50 PLCs 2019
Indikasi Financial Distress	Kerugian Rp38,48 T (2021); PKPU; Utang > Rp140 T	Akumulasi rugi > Rp11 T (2020–2023)

Indikasi Kegagalan Tata Kelola	Dugaan rekayasa laporan keuangan 2018; pencatatan transaksi tidak realistis	Temuan audit BPKP; pengakuan pendapatan agresif; konflik kepentingan

Sumber: Diolah dari berbagai sumber publik

Sumber Data dan Teknik Pengumpulan

Data dikumpulkan melalui teknik dokumentasi dari sumber sekunder yang mencakup: (1) laporan tahunan (*annual report*) kedua perusahaan periode 2018–2023 yang diakses melalui situs resmi BEI dan *website* perusahaan; (2) laporan keuangan auditan; (3) dokumen terkait proses PKPU Garuda Indonesia; (4) laporan dan temuan audit BPKP terkait Waskita Karya yang dipublikasikan melalui media; (5) *ASEAN Corporate Governance Scorecard Country Report and Assessment* dari ACMF/ADB; serta (6) pemberitaan media massa kredibel yang meliput kedua kasus secara mendalam. Penggunaan beragam sumber data mendukung triangulasi untuk memperkuat keandalan temuan.

Teknik Analisis Data

Analisis data mengikuti prosedur analisis studi kasus yang mencakup tiga tahap. Pertama, *analisis intra-kasus* (*within-case analysis*): setiap kasus dianalisis secara mendalam dan mandiri untuk memahami dinamika internal yang melatarbelakangi *financial distress*. Kedua, *analisis lintas kasus* (*cross-case analysis*): temuan dari kedua kasus dibandingkan untuk mengidentifikasi pola umum dan perbedaan spesifik. Ketiga, *interpretasi teoretis*: temuan empiris diinterpretasikan menggunakan kerangka teori keagenan untuk membangun proposisi analitis mengenai hubungan antara tata kelola formal dan *financial distress*.

Untuk menjaga kredibilitas penelitian, dilakukan triangulasi sumber data antara laporan resmi perusahaan, temuan audit independen, dan pemberitaan media. *Member checking* dilakukan dengan membandingkan interpretasi peneliti dengan pernyataan resmi manajemen dan regulator yang dipublikasikan. Seluruh proses analisis didokumentasikan secara sistematis untuk memastikan *audit trail* yang memadai.

Kerangka analisis dalam penelitian ini disusun berdasarkan tiga dimensi utama dari teori keagenan yang menjadi unit analisis. Dimensi pertama adalah *asimetri informasi*, yang dianalisis melalui penelusuran perbedaan antara informasi yang dipublikasikan perusahaan (laporan tahunan, laporan keuangan, pengungkapan ACGS) dengan kondisi aktual yang kemudian terungkap melalui proses audit, investigasi, atau proses hukum. Dimensi kedua adalah *moral hazard*, yang diidentifikasi melalui penelusuran keputusan manajerial yang mengutamakan kepentingan jangka pendek atau kepentingan pribadi di atas kepentingan perusahaan dan pemegang saham. Dimensi ketiga adalah *mekanisme pengawasan*, yang dievaluasi melalui analisis terhadap peran aktual dewan komisaris, komite audit, dan auditor eksternal dalam mendeteksi dan mencegah penyimpangan. Ketiga dimensi ini dianalisis secara terintegrasi untuk membangun narasi kausal yang menjelaskan bagaimana kegagalan tata kelola berkontribusi terhadap *financial distress* pada masing-masing kasus.

Penelitian ini juga menerapkan prinsip *thick description*—deskripsi yang kaya dan mendalam tentang konteks, proses, dan dinamika setiap kasus—yang merupakan salah satu kekuatan utama pendekatan kualitatif. *Thick description* memungkinkan pembaca untuk menilai apakah temuan dari kedua kasus ini dapat ditransfer (*transferability*) ke konteks lain yang memiliki karakteristik serupa, seperti BUMN di negara-negara ASEAN lainnya yang juga berpartisipasi dalam penilaian ACGS.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Kasus PT Garuda Indonesia: Kronologi dan Analisis

Kronologi Financial Distress

Permasalahan keuangan Garuda Indonesia tidak muncul secara tiba-tiba, melainkan merupakan akumulasi dari berbagai faktor yang berkembang selama bertahun-tahun. Kronologi kritis dimulai dari tahun buku 2018, ketika Garuda melaporkan laba bersih yang di kemudian hari terindikasi melibatkan praktik rekayasa laporan keuangan. Menurut Ramadhan (2024), dua komisaris—Chairul Tanjung dan Dony Oskaria—secara terbuka menolak menandatangani laporan keuangan tahun 2018 karena menilai laporan tersebut tidak sesuai dengan Standar Akuntansi Keuangan. Inti permasalahannya adalah pencatatan transaksi kerja sama dengan PT Mahata Aero Teknologi yang dinilai terlalu besar dan tidak realistis.

Kondisi keuangan memburuk secara dramatis pada tahun 2020 ketika pandemi Covid-19 menghantam sektor penerbangan global. Dari sekitar 300 penerbangan per hari, Garuda hanya tersisa tiga penerbangan di puncak pembatasan perjalanan. Penurunan pendapatan yang masif menyebabkan perusahaan tidak mampu memenuhi kewajiban operasionalnya, termasuk pembayaran sewa pesawat yang beban kumulatifnya sangat besar. Kerugian terus membengkak hingga mencapai Rp38,48 triliun pada tahun 2021, dengan total utang melebihi Rp140 triliun.

Puncak krisis terjadi pada akhir 2021 ketika Garuda digugat PKPU oleh kreditur. Proses PKPU berlangsung dari Desember 2021 hingga Juni 2022, dengan hasil akhir berupa persetujuan rencana perdamaian oleh 95,07% kreditur yang hadir. Berdasarkan Daftar Piutang Tetap per 14 Juni 2022, total utang Garuda mencapai Rp142,42 triliun kepada 501 kreditur. Restrukturisasi utang yang diselesaikan pada akhir Desember 2022 menjadi salah satu restrukturisasi korporasi terbesar dalam sejarah Indonesia.

Analisis dari Perspektif Teori Keagenan

Kasus Garuda merupakan manifestasi klasik dari masalah keagenan dalam beberapa dimensi. Pertama, *moral hazard* terlihat jelas dari dugaan rekayasa laporan keuangan 2018. Manajemen memanfaatkan asimetri informasi dengan mencatatkan transaksi yang dinilai tidak realistis untuk menampilkan laba bersih, padahal kondisi keuangan aktual perusahaan sudah melemah. Pencatatan transaksi dengan PT Mahata Aero Teknologi menunjukkan bahwa manajemen mengambil keputusan yang lebih mengutamakan citra kinerja jangka pendek daripada kesehatan keuangan jangka panjang.

Kedua, *adverse selection* terjadi karena informasi tentang kerentanan keuangan perusahaan tidak sepenuhnya terungkap kepada pemegang saham dan publik. Meskipun perusahaan secara formal memenuhi persyaratan pengungkapan ACGS, substansi informasi yang disampaikan tidak mencerminkan risiko keuangan yang sebenarnya. Investor dan kreditur mengambil keputusan berdasarkan informasi yang tidak lengkap, yang pada akhirnya memperbesar dampak kerugian ketika kondisi aktual terungkap.

Ketiga, konflik keagenan pada level pemegang saham pengendali versus manajemen. Sebagai BUMN, Garuda menghadapi tekanan ganda: kewajiban mempertahankan profitabilitas sebagai perusahaan publik sekaligus menjalankan misi sebagai maskapai nasional (*flag carrier*). Kementerian BUMN mengungkap adanya praktik mis-manajemen yang berlangsung bertahun-tahun, termasuk kesepakatan penyewaan pesawat dengan nilai di atas rata-rata pasar yang belakangan terindikasi melibatkan unsur korupsi oleh manajemen sebelumnya.

Kegagalan Mekanisme Tata Kelola

Meskipun Garuda termasuk dalam *Top 50 PLCs* dan secara formal memiliki perangkat tata kelola yang lengkap—dewan komisaris, komite audit, komisaris independen, dan kebijakan pengungkapan—mekanisme-mekanisme ini gagal mencegah penyimpangan yang berujung pada *financial distress*. Kegagalan ini dapat dianalisis dari beberapa aspek.

Pertama, fungsi pengawasan dewan komisaris tidak efektif secara substansi. Penolakan dua komisaris untuk menandatangani laporan keuangan 2018 justru menunjukkan bahwa mekanisme pengawasan masih bergantung pada inisiatif individual, bukan pada sistem yang terlembaga. Kedua komisaris tersebut menjalankan fungsi *whistleblowing* informal, namun tindakan korektif yang diambil setelahnya terlambat dan tidak memadai untuk mencegah akumulasi kerugian lebih lanjut.

Kedua, komite audit gagal mendeteksi secara dini praktik pengakuan pendapatan yang agresif. Pencatatan transaksi dengan PT Mahata Aero Teknologi seharusnya dapat diidentifikasi sebagai anomali melalui prosedur audit internal yang ketat. Kegagalan ini menunjukkan bahwa keberadaan komite audit secara formal—yang menjadi salah satu item penilaian ACGS—tidak menjamin efektivitas pengawasan apabila tidak didukung oleh kompetensi, independensi, dan akses informasi yang memadai.

Ketiga, transparansi yang dinilai oleh ACGS bersifat permukaan. Garuda mungkin telah memenuhi persyaratan pengungkapan formal dalam laporan tahunannya, namun substansi pengungkapan tidak mencerminkan risiko keuangan yang sebenarnya. Fenomena ini mengkonfirmasi argumen Bintara (2020) bahwa penerapan ACGS masih dianggap sebagai kepatuhan regulasi, bukan kebutuhan strategis perusahaan.

Kegagalan tata kelola pada Garuda juga dapat dilihat dari dimensi biaya keagenan (*agency cost*). Jensen dan Meckling (1976) mengidentifikasi tiga komponen biaya keagenan: biaya pengawasan (*monitoring cost*), biaya pengikat (*bonding cost*), dan kerugian residual (*residual loss*). Dalam kasus Garuda, biaya pengawasan yang seharusnya ditanggung melalui keberadaan dewan komisaris dan komite audit ternyata tidak menghasilkan pengawasan yang efektif. Kerugian residual—selisih antara keputusan yang diambil manajer dengan keputusan optimal dari perspektif pemilik—sangat besar, tercermin dari akumulasi kerugian dan utang yang masif.

Lebih jauh, proses PKPU Garuda mengungkap skala permasalahan yang luar biasa. Dengan 501 kreditur dan total utang Rp142,42 triliun, kompleksitas restrukturisasi yang harus dilakukan menunjukkan betapa dalamnya kegagalan tata kelola yang terjadi selama bertahun-tahun. Fakta bahwa restrukturisasi utang ini menjadi salah satu yang terbesar dalam sejarah korporasi Indonesia menegaskan bahwa kegagalan tata kelola pada perusahaan besar dengan skor ACGS tinggi dapat berdampak sistemik terhadap perekonomian nasional.

Aspek menarik dari resolusi krisis Garuda adalah peran kepemimpinan baru dalam proses pemulihan. Direksi yang ditunjuk pada masa krisis berhasil merampungkan proses PKPU dalam kurun waktu kurang dari 270 hari—di bawah batas waktu yang ditetapkan undang-undang—dan memperoleh persetujuan 95,07% kreditur yang hadir. Keberhasilan ini menunjukkan bahwa pergantian agensi (*agent*)—dari manajemen yang terlibat dalam permasalahan ke manajemen baru yang berkomitmen pada transparansi dan penyelesaian—dapat menjadi mekanisme koreksi yang efektif, meskipun terlambat dan dengan biaya yang sangat besar.

Kasus PT Waskita Karya: Kronologi dan Analisis

Kronologi Financial Distress

PT Waskita Karya menghadapi krisis keuangan yang berbeda secara sektoral namun serupa secara substansi dengan Garuda Indonesia. Sebagai salah satu kontraktor BUMN terbesar, Waskita Karya menikmati periode pertumbuhan agresif selama era pembangunan infrastruktur masif pemerintah (2015–2019). Namun, pertumbuhan ini ternyata ditopang oleh strategi pendanaan yang berisiko tinggi dan praktik pengakuan pendapatan yang agresif.

Krisis mulai terungkap pada tahun 2020 ketika pandemi Covid-19 menyebabkan penundaan proyek-proyek infrastruktur skala besar. Perusahaan mencatatkan kerugian sebesar Rp7,38 triliun—kerugian terbesar dalam sejarahnya. Kerugian berlanjut pada tahun-tahun berikutnya: Rp1,1 triliun (2021), Rp1,9 triliun (2022), dan Rp2,23 triliun (2023), sehingga total kerugian kumulatif mencapai lebih dari Rp11 triliun dalam empat tahun.

Temuan audit BPKP mengungkap beberapa permasalahan fundamental. Terdapat pelanggaran dalam pengelolaan subkontraktor yang mengindikasikan adanya penggelembungan biaya dan konflik kepentingan. Pengakuan pendapatan yang dilakukan terlalu dini—sebelum proyek benar-benar selesai atau sebelum syarat penagihan terpenuhi—merupakan bentuk manajemen laba yang mendistorsi gambaran kinerja keuangan perusahaan (Damara Tonce, n.d.; Rahman H, n.d.). Pada tahun 2023, eks direktur utama perusahaan menjadi tersangka dalam kasus korupsi terkait pengelolaan proyek, yang semakin memperkuat indikasi kegagalan tata kelola yang sistemik.

Analisis dari Perspektif Teori Keagenan

Kasus Waskita Karya mengilustrasikan konflik keagenan dalam konteks yang lebih kompleks karena melibatkan rantai keagenan berlapis. Pada level pertama, terdapat konflik antara pemerintah sebagai pemegang saham mayoritas dengan manajemen perusahaan. Pemerintah memberikan penugasan proyek-proyek infrastruktur strategis yang harus dijalankan Waskita, namun tidak selalu disertai dengan mekanisme pendanaan yang memadai. Manajemen kemudian merespons dengan strategi pendanaan berisiko tinggi dan pengakuan pendapatan agresif untuk menampilkan kinerja yang memenuhi ekspektasi pemegang saham pengendali.

Pada level kedua, terdapat konflik antara manajemen Waskita Karya dengan para subkontraktor dan mitra proyek. Temuan BPKP mengenai pelanggaran pengelolaan subkontraktor mengindikasikan adanya *moral hazard* di mana manajemen memanfaatkan posisi dominannya dalam hubungan kontraktual untuk mengatur skema yang menguntungkan pihak-pihak tertentu. Konflik kepentingan yang teridentifikasi menunjukkan bahwa batas antara kepentingan perusahaan dan kepentingan pribadi manajemen menjadi kabur.

Pada level ketiga, asimetri informasi antara perusahaan dan investor publik sangat signifikan. Waskita sebagai emiten di BEI memiliki kewajiban mengungkapkan informasi material kepada publik, namun praktik pengakuan pendapatan agresif efektif menyembunyikan kelemahan fundamental dalam kinerja keuangan perusahaan. Investor yang mengandalkan laporan keuangan dan skor ACGS sebagai indikator kualitas tata kelola tidak memiliki akses terhadap informasi mengenai praktik pengakuan pendapatan yang distorsif.

Kegagalan Mekanisme Tata Kelola

Sebagai BUMN yang diwajibkan menerapkan prinsip GCG berdasarkan Peraturan Menteri BUMN, Waskita Karya memiliki perangkat tata kelola yang lengkap. Namun, kegagalan tata kelola pada Waskita menunjukkan pola yang serupa dengan Garuda: keberadaan struktur formal tidak menjamin efektivitas operasional.

Dewan komisaris yang seharusnya menjalankan fungsi pengawasan tidak mampu

mendeteksi atau mencegah praktik pengakuan pendapatan agresif dan pengelolaan subkontraktor yang bermasalah. Ketidakefektifan ini dapat dikaitkan dengan beberapa faktor: komposisi dewan yang mungkin tidak sepenuhnya independen dari tekanan politik, keterbatasan kompetensi teknis dalam memahami kompleksitas proyek konstruksi, serta budaya organisasi yang kurang mendukung fungsi pengawasan kritis.

Komite audit juga gagal menjalankan fungsinya secara optimal. Pengakuan pendapatan agresif pada proyek-proyek konstruksi seharusnya menjadi *red flag* yang dapat diidentifikasi melalui prosedur audit yang cermat, terutama dalam mengevaluasi estimasi penyelesaian proyek dan kelayakan pencatatan pendapatan berdasarkan persentase penyelesaian. Kegagalan ini menunjukkan bahwa komite audit lebih berfokus pada kepatuhan prosedural daripada substansi pengawasan.

Dimensi tambahan yang perlu dicermati adalah peran auditor eksternal. Pada perusahaan BUMN sekelas Waskita Karya yang diaudit oleh kantor akuntan publik bereputasi, seharusnya terdapat mekanisme deteksi dini terhadap praktik pengakuan pendapatan agresif. Dalam industri konstruksi, standar akuntansi memberikan panduan yang cukup jelas mengenai pengakuan pendapatan kontrak jangka panjang, termasuk persyaratan estimasi yang andal atas total biaya kontrak dan tingkat penyelesaian. Kenyataan bahwa praktik pengakuan pendapatan agresif berlangsung selama beberapa tahun tanpa diidentifikasi secara memadai dalam opini audit menimbulkan pertanyaan tentang efektivitas audit eksternal sebagai mekanisme pengawasan lapis ketiga setelah dewan komisaris dan komite audit.

Kasus Waskita juga mengilustrasikan bagaimana budaya organisasi yang berorientasi pada pertumbuhan agresif dapat mengaburkan batas etika dalam pelaporan keuangan. Periode 2015–2019 merupakan era keemasan pembangunan infrastruktur nasional di mana BUMN konstruksi mendapat penugasan proyek-proyek besar dari pemerintah. Tekanan untuk menunjukkan pertumbuhan yang konsisten—baik kepada pemegang saham pengendali maupun investor publik—mendorong manajemen mengadopsi strategi pendanaan dan pengakuan pendapatan yang semakin agresif. Ketika fondasi pertumbuhan ini terbukti rapuh pada saat pandemi, seluruh akumulasi risiko terekspos sekaligus.

Perbandingan antara kasus Garuda dan Waskita juga mengungkap perbedaan dalam pola resolusi krisis. Garuda menempuh jalur PKPU formal yang terlembaga dalam kerangka hukum, sementara Waskita menjalani proses restrukturisasi bertahap yang juga melibatkan proses hukum pidana terhadap eks direktur utama. Perbedaan ini mencerminkan variasi dalam tingkat keparahan kegagalan tata kelola dan respons institusional yang berbeda. Kasus Waskita yang melibatkan unsur pidana mengindikasikan bahwa kegagalan tata kelola telah melampaui batas kesalahan manajerial menjadi pelanggaran hukum yang disengaja.

Analisis Lintas Kasus: Pola Umum dan Perbedaan

Tabel 2. Perbandingan Analisis Lintas Kasus

Dimensi Analisis	PT Garuda Indonesia	PT Waskita Karya
Bentuk Manajemen Laba	Pencatatan transaksi kerja sama yang tidak realistis (income maximization)	Pengakuan pendapatan agresif; penggelembungan biaya subkontraktor
Manifestasi Moral Hazard	Rekayasa laporan keuangan; sewa pesawat di atas harga pasar	Konflik kepentingan subkontraktor; korupsi eks direktur utama

Peran Faktor Eksternal	Pandemi Covid-19 sebagai pemicu percepatan krisis	Pandemi Covid-19 menyebabkan penundaan proyek
Kegagalan Dewan Komisaris	Deteksi terlambat; tindakan korektif tidak memadai	Ketidakefektifan pengawasan; tekanan politik
Kegagalan Komite Audit	Gagal mendeteksi transaksi anomali dengan PT Mahata	Gagal mendeteksi pengakuan pendapatan agresif
Resolusi Krisis	PKPU dan restrukturisasi utang (2021–2022)	Proses hukum dan restrukturisasi bertahap

Sumber: Analisis penelitian

Analisis lintas kasus mengungkap beberapa pola umum yang signifikan. Pertama, kedua perusahaan menunjukkan fenomena *decoupling* yang serupa: kepatuhan formal terhadap standar ACGS tidak disertai dengan implementasi substantif mekanisme tata kelola. Kedua perusahaan memiliki skor ACGS yang memenuhi syarat untuk masuk dalam *Top 50 PLCs*, namun mekanisme pengawasan internal gagal mencegah penyimpangan fundamental.

Kedua, praktik manajemen laba ditemukan pada kedua kasus sebagai strategi untuk menutupi kelemahan keuangan yang mendasar. Meskipun bentuk spesifiknya berbeda—pencatatan transaksi fiktif pada Garuda versus pengakuan pendapatan agresif pada Waskita—keduanya merupakan manifestasi dari *moral hazard* yang sama: manajemen memanfaatkan fleksibilitas standar akuntansi untuk menampilkan kinerja yang lebih baik dari kenyataan.

Ketiga, faktor status BUMN menciptakan lapisan konflik keagenan tambahan yang tidak ditemukan pada perusahaan swasta. Tekanan dari pemegang saham pengendali (pemerintah) untuk menjalankan misi ganda—komersial dan strategis—menciptakan dilema bagi manajemen yang berujung pada pengambilan risiko berlebihan. Keempat, pandemi Covid-19 berperan sebagai *trigger event* yang mempercepat terungkapnya kelemahan fundamental yang sudah ada sebelumnya, bukan sebagai penyebab utama *financial distress*.

Kelima, pola kronologis pada kedua kasus menunjukkan fase-fase yang serupa dalam siklus kegagalan tata kelola. Fase pertama adalah akumulasi risiko tersembunyi, di mana praktik-praktik yang bermasalah berlangsung selama beberapa tahun tanpa terdeteksi secara memadai. Fase kedua adalah *triggering event* yang mengekspos kelemahan yang telah terakumulasi—dalam hal ini pandemi Covid-19. Fase ketiga adalah eskalasi krisis yang cepat di mana kerugian bertambah secara eksponensial. Fase keempat adalah resolusi melalui mekanisme luar biasa seperti PKPU atau proses hukum. Identifikasi pola kronologis ini berharga karena dapat menjadi dasar bagi pengembangan kerangka deteksi dini kegagalan tata kelola.

Keenam, perbandingan kedua kasus juga mengungkap perbedaan dalam respons mekanisme pasar. Setelah terungkapnya permasalahan keuangan, harga saham Garuda (GIAA) dan Waskita (WSKT) mengalami penurunan drastis yang menunjukkan bahwa pasar modal memberikan hukuman finansial atas kegagalan tata kelola. Namun, koreksi pasar terjadi secara *ex post*—setelah permasalahan terungkap—bukan *ex ante*. Hal ini menunjukkan bahwa skor ACGS dan mekanisme pengungkapan yang ada belum mampu memberikan sinyal peringatan yang cukup dini bagi investor untuk mengantisipasi risiko kegagalan tata kelola.

Implikasi Teoretis: Revisi Pemahaman tentang Tata Kelola dan Financial Distress

Temuan penelitian ini memiliki implikasi penting bagi pemahaman teoretis mengenai

hubungan antara tata kelola perusahaan dan *financial distress*. Dari perspektif teori keagenan, penelitian ini menunjukkan bahwa mekanisme tata kelola formal—yang diukur melalui instrumen seperti ACGS—merupakan kondisi yang diperlukan (*necessary condition*) namun tidak cukup (*not sufficient condition*) untuk mencegah kegagalan keuangan. Mekanisme formal hanya efektif apabila didukung oleh tiga elemen komplementer: budaya integritas organisasi, kompetensi dan independensi pengawas, serta sistem insentif yang menyelaraskan kepentingan manajemen dengan kepentingan jangka panjang perusahaan.

Penelitian ini juga menunjukkan bahwa konflik keagenan pada perusahaan BUMN memiliki dimensi yang lebih kompleks dibandingkan model klasik Jensen dan Meckling (1976). Keberadaan pemegang saham pengendali berupa negara—yang memiliki tujuan ganda (komersial dan sosial-strategis)—menciptakan tekanan unik yang tidak terakomodasi dalam kerangka penilaian ACGS yang dirancang berdasarkan prinsip OECD untuk perusahaan dengan struktur kepemilikan yang tersebar.

Implikasi teoretis ini membuka ruang untuk pengembangan kerangka analitis yang lebih komprehensif. Model teori keagenan klasik yang berfokus pada hubungan diadik antara *principal* dan *agent* perlu diperluas untuk mengakomodasi realitas multi-level keagenan pada korporasi modern, khususnya BUMN. Dalam kasus Garuda dan Waskita, terdapat setidaknya empat lapisan keagenan: (1) pemerintah-manajemen, (2) manajemen-dewan komisaris, (3) perusahaan-kreditur, dan (4) perusahaan-investor publik. Kegagalan di satu lapisan berdampak cascading terhadap lapisan lainnya, menciptakan efek domino yang mempercepat terjadinya *financial distress*.

Temuan mengenai *decoupling* juga memperkaya diskusi akademis tentang legitimasi organisasi. Teori institusional menjelaskan bahwa organisasi mengadopsi praktik-praktik tertentu untuk memperoleh legitimasi dari lingkungan eksternalnya. Dalam konteks ACGS, perusahaan mengadopsi mekanisme tata kelola yang dinilai oleh scorecard untuk memperoleh legitimasi sebagai perusahaan yang bertata kelola baik. Namun, legitimasi yang diperoleh melalui kepatuhan formal tanpa internalisasi substantif bersifat rapuh dan tidak berkelanjutan—sebagaimana dibuktikan oleh kedua kasus dalam penelitian ini.

Selain itu, temuan penelitian ini berkontribusi pada diskusi tentang efektivitas *soft law* versus *hard law* dalam tata kelola perusahaan. ACGS pada dasarnya merupakan instrumen *soft law* yang bersifat sukarela—perusahaan tidak diwajibkan untuk berpartisipasi, dan skor yang rendah tidak membawa konsekuensi hukum langsung. Temuan bahwa perusahaan dengan skor tinggi tetap mengalami kegagalan tata kelola menunjukkan keterbatasan pendekatan *soft law* yang bergantung pada komitmen sukarela dan tekanan reputasi. Penguatan elemen *hard law*—seperti sanksi yang lebih tegas dari regulator terhadap perusahaan yang terbukti melakukan *window dressing* tata kelola—mungkin diperlukan untuk melengkapi efektivitas ACGS.

Selanjutnya, konsep *decoupling* yang ditemukan dalam kedua kasus memberikan kerangka analitis yang berharga untuk memahami mengapa skor tata kelola tinggi tidak selalu berkorelasi dengan kesehatan keuangan. *Decoupling* terjadi ketika organisasi mengadopsi struktur dan kebijakan yang sesuai dengan ekspektasi lingkungan eksternal (dalam hal ini, standar ACGS) tanpa benar-benar mengintegrasikan praktik-praktik tersebut ke dalam proses pengambilan keputusan sehari-hari.

Implikasi Praktis

Bagi pengembang instrumen ACGS, temuan ini memperkuat urgensi untuk melengkapi penilaian berbasis *checklist* dengan dimensi evaluasi substansi. Mekanisme *on-site verification*—di mana penilai tidak hanya memeriksa dokumen tetapi juga mengevaluasi efektivitas aktual

mekanisme tata kelola—dapat menjadi solusi untuk mengurangi risiko *decoupling*. Penambahan indikator berbasis hasil (*outcome-based indicators*), seperti konsistensi antara skor tata kelola dengan kinerja keuangan dan frekuensi pelanggaran tata kelola, juga perlu dipertimbangkan.

Bagi regulator, khususnya OJK dan Kementerian BUMN, kedua kasus ini mendemonstrasikan perlunya penguatan mekanisme *early warning system* yang mampu mendeteksi tanda-tanda awal kegagalan tata kelola sebelum berkembang menjadi krisis keuangan. Penolakan dua komisaris Garuda terhadap laporan keuangan 2018 seharusnya menjadi sinyal peringatan yang ditindaklanjuti secara lebih agresif oleh regulator.

Bagi investor, temuan penelitian ini memberikan pesan penting bahwa skor ACGS perlu diinterpretasikan secara kritis. Investor disarankan untuk melakukan analisis komplementer yang mencakup: evaluasi konsistensi antara skor tata kelola dengan tren kinerja keuangan, analisis kualitas pengungkapan (bukan hanya kuantitas), serta perhatian terhadap *red flags* seperti pertumbuhan pendapatan yang tidak konsisten dengan arus kas operasi, perubahan kebijakan akuntansi yang signifikan, atau perbedaan pendapat antara auditor dan manajemen.

Bagi manajemen perusahaan BUMN, kedua kasus menjadi pelajaran bahwa tata kelola yang efektif harus melampaui kepatuhan prosedural. Manajemen perlu membangun budaya integritas yang terinternalisasi di seluruh level organisasi, memperkuat independensi fungsi audit internal, serta mengembangkan mekanisme eskalasi yang memungkinkan identifikasi dini atas penyimpangan tanpa hambatan struktural atau politik.

Secara lebih spesifik, kedua kasus mengungkap perlunya reformasi dalam beberapa aspek tata kelola BUMN. Pertama, mekanisme penunjukan dewan komisaris BUMN perlu direformasi untuk memastikan independensi yang sesungguhnya. Selama ini, proses penunjukan komisaris BUMN seringkali dipengaruhi oleh pertimbangan politik yang dapat mengkompromikan fungsi pengawasan. Penerapan mekanisme seleksi berbasis kompetensi yang transparan, dengan pelibatan pihak independen, dapat memperkuat legitimasi dan efektivitas dewan komisaris.

Kedua, perlu dibangun mekanisme *firewall* yang jelas antara misi komersial dan misi strategis-nasional BUMN. Penugasan proyek-proyek yang bersifat strategis-nasional seharusnya disertai dengan kompensasi yang memadai dari pemerintah dan tidak boleh menjadi beban yang mengganggu kesehatan keuangan perusahaan. Transparansi dalam pelaporan dampak finansial dari penugasan pemerintah akan membantu investor mengevaluasi kinerja komersial murni perusahaan.

Ketiga, hasil penelitian ini menyarankan pentingnya pengembangan sistem *early warning* berbasis data yang mampu mendeteksi anomali dalam pelaporan keuangan secara otomatis. Indikator seperti kesenjangan antara pertumbuhan pendapatan dan arus kas operasi, perubahan signifikan dalam estimasi akuntansi, dan ketidaksesuaian antara skor ACGS dengan rasio keuangan kunci dapat dijadikan sebagai sinyal peringatan bagi regulator dan investor. Pengembangan teknologi *data analytics* dan kecerdasan buatan untuk deteksi anomali pelaporan keuangan merupakan investasi yang berharga dalam upaya pencegahan *financial distress* di masa mendatang.

KESIMPULAN

Penelitian ini menganalisis fenomena *financial distress* pada perusahaan bertata kelola tinggi melalui studi kasus mendalam pada PT Garuda Indonesia dan PT Waskita Karya, dua BUMN yang termasuk dalam *Indonesian Top 50 PLCs* namun mengalami krisis keuangan parah. Berdasarkan analisis menggunakan kerangka teori keagenan, dapat ditarik beberapa kesimpulan utama.

Pertama, *financial distress* pada kedua perusahaan dipicu oleh kombinasi faktor internal dan eksternal. Faktor internal meliputi praktik manajemen laba (rekayasa laporan keuangan pada Garuda dan pengakuan pendapatan agresif pada Waskita), lemahnya fungsi pengawasan dewan komisaris dan komite audit, serta konflik kepentingan yang diperparah oleh status BUMN. Faktor eksternal berupa pandemi Covid-19 berperan sebagai katalis yang mempercepat terungkapnya kelemahan fundamental yang sudah ada sebelumnya.

Kedua, mekanisme tata kelola formal yang dinilai oleh ACGS terbukti tidak mampu mencegah kegagalan keuangan pada kedua perusahaan. Ditemukan fenomena *decoupling*—terputusnya hubungan antara kepatuhan formal terhadap standar tata kelola dengan implementasi substantifnya. Skor ACGS yang tinggi memberikan citra positif yang tidak mencerminkan kualitas tata kelola aktual, sehingga berpotensi memberikan rasa aman semu kepada investor dan pemangku kepentingan lainnya.

Ketiga, konflik keagenan pada perusahaan BUMN memiliki kompleksitas yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan swasta karena adanya tujuan ganda (komersial dan strategis-nasional) dari pemegang saham pengendali. Tekanan untuk menjalankan misi ganda ini mendorong manajemen mengambil risiko berlebihan dan menggunakan fleksibilitas standar akuntansi untuk menutupi dampak negatifnya.

Keempat, pandemi Covid-19 tidak secara independen menyebabkan *financial distress* tetapi berfungsi sebagai *stress test* yang mengungkap kerentanan tata kelola yang sudah ada sebelumnya. Perusahaan dengan tata kelola substantif yang kuat akan lebih mampu bertahan menghadapi guncangan eksternal, sementara perusahaan dengan tata kelola yang hanya bersifat formal menjadi sangat rentan.

Penelitian ini memiliki keterbatasan terutama terkait dengan penggunaan data sekunder yang terbatas pada dokumen publik, sehingga perspektif langsung dari pelaku tata kelola internal perusahaan belum terakomodasi. Selain itu, generalisasi temuan studi kasus perlu dilakukan secara hati-hati, mengingat setiap kasus memiliki kekhasan kontekstualnya.

Penelitian selanjutnya disarankan untuk memperluas cakupan kasus ke perusahaan non-BUMN yang termasuk dalam *Top 50 PLCs* untuk menguji apakah pola *decoupling* juga ditemukan pada perusahaan swasta. Pendekatan wawancara mendalam dengan pelaku tata kelola—komisaris independen, anggota komite audit, dan auditor eksternal—akan memperkaya pemahaman mengenai hambatan internal implementasi tata kelola substantif. Pengembangan kerangka analitis yang mampu mengukur kesenjangan antara tata kelola formal dan substansi (*governance gap index*) juga merupakan arah penelitian yang menjanjikan.

Selain itu, penelitian komparatif lintas negara ASEAN—membandingkan kasus kegagalan tata kelola pada perusahaan bertata kelola tinggi di Indonesia dengan kasus serupa di Malaysia, Thailand, atau Filipina—akan memberikan kontribusi penting dalam memahami bagaimana konteks institusional, regulasi, dan budaya bisnis di masing-masing negara mempengaruhi efektivitas ACGS sebagai instrumen promosi tata kelola. Pendekatan longitudinal yang mengikuti perjalanan perusahaan dari kondisi sehat menuju *financial distress* secara real-time, dengan menggunakan metode etnografi organisasi atau *action research*, juga merupakan desain penelitian yang inovatif namun belum banyak dilakukan dalam konteks tata kelola perusahaan di ASEAN. Terakhir, evaluasi terhadap efektivitas pembaruan ACGS 2023 yang mengintegrasikan aspek keberlanjutan dan ketahanan perlu dilakukan setelah instrumen baru ini diimplementasikan selama beberapa siklus penilaian, untuk menguji apakah pembaruan tersebut mampu mengatasi keterbatasan-keterbatasan yang teridentifikasi dalam penelitian ini.

DAFTAR REFERENSI

Baghaskara, N., & Retnani, E. D. (n.d.). Pengaruh Rasio Keuangan dan Ukuran Perusahaan Terhadap Financial Distress.

Bahri, S., & Arrosyid, Y. P. (2021). Struktur Kepemilikan, Good Corporate Governance, Leverage, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Manajemen Laba. RISTANSI: Riset Akuntansi, 2(1), 59–77.

Bintara, R. (2020). ASEAN Corporate Governance Scorecard, Financial Performance, and Disclosure of Corporate Social Responsibility on Firm Value. EPRA International Journal of Multidisciplinary Research, 6(7), 198–210.

Damara Tonce, D. (n.d.). Hasil Audit BPKP, Waskita (WSKT) Lakukan Pelanggaran Ini. Bisnis.com.

Damayanti, V., & Nugrahanti, Y. W. (2022). Financial Distress Terhadap Manajemen Laba Dengan Mekanisme Corporate Governance Sebagai Pemoderasi. AFRE (Accounting and Financial Review), 5(2), 186–197.

Erna. (2022). Dalam konteks Financial Distress. [Referensi dalam teks skripsi].

Fiolina, A., Nur, E., & Yuyetta, A. (2024). Pengaruh Corporate Governance terhadap Financial Distress. Diponegoro Journal of Accounting, 13(2), 1–12.

Husnaint, W., & Basuki, B. (2020). ASEAN Corporate Governance Scorecard: Sustainability Reporting and Firm Value. Journal of Asian Finance, Economics and Business, 7(11), 315–326.

Idris, M. (n.d.). Nasib Waskita: Terus Merugi, Didera Utang, Eks Dirut Tersangka Korupsi. Kompas.com.

Insani, F., Pontoh, G. T., & Said, D. (2024). Corporate Bankruptcy Prediction Model: A Systematic Literature Review. International Journal of Business, Economics and Management, 7(3), 143–159.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure. Journal of Financial Economics, 3(4), 305–360.

Juliana, A. N. (2022). Pengaruh Financial Distress, Tax Planning Dan Good Corporate Governance Terhadap Manajemen Laba.

Linda Apriliana, & Lita Khoirun Nisa. (2024). Pengaruh Financial Distress Dan Leverage Terhadap Manajemen Laba. 5, 279–289.

Mellennia, D. A., & Khomsiyah. (2023). Financial Distress Terhadap Praktik Manajemen Laba Dan Good Corporate Governance Sebagai Variabel Moderasi Di Masa Pandemi Covid-19. Jurnal Informasi, Perpajakan, Akuntansi, dan Keuangan Publik, 18(1), 69–86.

Pratiwi, F. L., Anastasia, R., & Purwanto, N. (2017). Analisis Mekanisme Good Corporate Governance Terhadap Praktik Manajemen Laba. Journal Riset Mahasiswa Akuntansi, 1(1), 1–15.

Rahman H, A. (n.d.). BPKP Selesaikan Audit Waskita Karya, Terbukti Manipulasi Laporan Keuangan? Liputan6.com.

Ramadhan, M. F. (2024). Analisis Pemalsuan Laporan Keuangan PT Garuda Indonesia Menggunakan Perspektif Good Corporate Governance.

Senjaya, S., Randa, F., & Sampe, F. (2021). CSR Terhadap Nilai Perusahaan: Integrasi Pengaruh Manajemen Laba Dan Kepemilikan. Jurnal Magister Akuntansi Trisakti, 8(1), 1–20.

Soleha, R. A. (2024). Analisis Penerapan ASEAN Corporate Governance Scorecard Pada Perusahaan Perbankan. 15(1), 37–48.

Wareza, M. (n.d.). Utang Tembus Rp 140 T, Garuda Ajukan Proposal Damai! CNBC Indonesia.

Yin, R. K. (2018). Case Study Research and Applications: Design and Methods (6th ed.). Sage Publications.