

**ANALISIS ALTMAN Z-SCORE DALAM MEMREDIKSI FINANCIAL DISTRESS  
DAN DAMPAKNYA TERHADAP NILAI PERUSAHAAN PADA SEKTOR  
CONSUMER NON-CYCLICALS DI BURSA EFEK INDONESIA TAHUN 2022–  
2024**

**Devica Aqilah, Pujiono**

Program Studi Akuntansi, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Negeri Surabaya

\*Email: devicaaqilah@student.unesa.ac.id

**ABSTRAK**

*Penelitian ini bertujuan untuk mengkaji penerapan model Altman Z-Score dalam memprediksi financial distress serta pengaruhnya terhadap nilai perusahaan pada sektor consumer non-cyclicals di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2022–2024. Menggunakan desain penelitian kuantitatif-kausal, penelitian ini memanfaatkan data sekunder dari laporan keuangan tahunan perusahaan yang dipilih melalui purposive sampling, menghasilkan 169 observasi firm-year setelah pengeluaran data outlier. Nilai perusahaan diproksikan dengan Tobin's Q, sementara Altman Z-Score digunakan sebagai variabel independen utama yang dilengkapi dengan variabel kontrol berupa likuiditas (Current Ratio), arus kas operasi (logaritma natural), dan leverage (Debt-to-Equity Ratio). Hasil regresi linear berganda menunjukkan bahwa Altman Z-Score berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan ( $\beta = 0,043$ ;  $p < 0,001$ ), mengkonfirmasi bahwa kondisi keuangan yang lebih sehat menghasilkan kepercayaan investor yang lebih tinggi dan nilai Tobin's Q yang lebih besar. Model mampu menjelaskan sekitar 54,9% variasi nilai perusahaan (Adjusted R<sup>2</sup> = 0,549). Temuan ini memvalidasi penerapan Altman Z-Score sebagai instrumen peringatan dini dan menegaskan relevansi teori sinyal dalam menjelaskan respons pasar terhadap kondisi keuangan perusahaan dalam konteks ekonomi berkembang.*

**Kata Kunci:** Altman Z-Score; Financial Distress; Nilai Perusahaan; Tobin's Q; Consumer Non-Cyclicals; Bursa Efek Indonesia

**ABSTRACT**

*This study examines the application of the Altman Z-Score model in predicting financial distress and its subsequent effect on firm value within the consumer non-cyclicals sector of the Indonesia Stock Exchange (IDX) over the period 2022-2024. Employing a quantitative-causal research design, the study utilises secondary data drawn from the annual financial reports of listed companies selected through purposive sampling, yielding 169 firm-year observations after outlier removal. Firm value is proxied by Tobin's Q, while the Altman Z-Score serves as the principal independent variable, supplemented by liquidity (Current Ratio), operating cash flow (natural logarithm), and leverage (Debt-to-Equity Ratio) as control variables. Classical assumption tests including normality (Kolmogorov-Smirnov), multicollinearity (VIF), heteroscedasticity (Glejser), and autocorrelation (Durbin-Watson) confirm that model assumptions are satisfied following a square-root transformation of the dependent variable. Multiple linear regression results reveal that the Altman Z-Score exerts a significant positive effect on firm value ( $\beta = 0.043$ ;  $p < 0.001$ ), supporting the hypothesis that higher financial health, as captured by a higher Z-Score, translates into greater investor confidence and an elevated Tobin's Q. Liquidity and DER are also found to be statistically significant, while operating cash flow is not. The model explains approximately 54.9% of the variation in firm value (Adjusted R<sup>2</sup> = 0.549). These findings validate the applicability of the Altman Z-Score as an early-warning instrument and confirm the relevance of signalling theory in explaining market responses to corporate financial conditions in an emerging economy context.*

**Keywords:** Altman Z-Score; Financial Distress; Firm Value; Tobin's Q; Consumer Non-Cyclicals; Indonesia Stock Exchange

## PENDAHULUAN

Pemulihan ekonomi Indonesia pada periode 2022 hingga 2024 ditopang oleh konsumsi rumah tangga sebagai pendorong utama Produk Domestik Bruto (PDB). Bank Indonesia (2024) mencatat bahwa konsumsi rumah tangga tetap menjadi kontributor terbesar terhadap pertumbuhan ekonomi nasional, menunjukkan bahwa daya beli masyarakat berfungsi sebagai mesin utama aktivitas ekonomi sepanjang periode tersebut. Meskipun demikian, data yang dipublikasikan oleh Badan Pusat Statistik (BPS, 2024) mengindikasikan bahwa laju pertumbuhan konsumsi belum sepenuhnya kembali ke level sebelum pandemi; konsumsi rumah tangga yang sebelumnya tumbuh sekitar 5% per tahun hanya mencapai 4,94% secara tahunan pada 2024 (Bisnis Indonesia, 2024). Kondisi ini mencerminkan fase pemulihan yang masih rentan terhadap tekanan inflasi, volatilitas harga komoditas global, serta pergeseran struktural dalam pola konsumsi yang dipicu oleh pandemi COVID-19.

Di tengah pemulihan yang belum sempurna tersebut, perhatian yang lebih besar terhadap sektor-sektor yang terhubung langsung dengan kebutuhan dasar masyarakat menjadi sangat penting. Sektor consumer non-cyclicals, yang mencakup produsen barang konsumsi esensial seperti makanan, minuman, kebutuhan rumah tangga, farmasi, dan komoditas dasar lainnya, menempati posisi yang sangat strategis dalam menopang konsumsi nasional. Secara teoritis, sektor ini dikategorikan sebagai sektor defensif karena permintaannya relatif terlindungi dari fluktuasi siklus ekonomi; produk-produk dalam kategori ini tetap diminati terlepas dari kondisi makroekonomi, sehingga menghasilkan aliran pendapatan yang relatif stabil (Kanisa & Imronudin, 2023). Namun demikian, stabilitas permintaan tidak serta-merta menjamin

ketahanan finansial perusahaan-perusahaan dalam sektor ini. Beberapa emiten consumer non-cyclicals telah menunjukkan tekanan keuangan yang material dalam beberapa tahun terakhir, sebagaimana tercermin dari kasus PT Dua Putra Utama Makmur (DPUM) yang mengalami suspensi perdagangan selama enam bulan akibat kesulitan keuangan, serta PT Hero Supermarket (HERO) yang menutup lebih dari dua puluh gerai Giant sebagai respons terhadap penurunan profitabilitas yang tajam dan ketidakmampuan bersaing di tengah perubahan perilaku belanja konsumen (Stepani & Nugroho, 2023).

Fenomena-fenomena tersebut menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan dalam sektor consumer non-cyclicals tetap rentan terhadap penurunan kinerja dan tekanan keuangan, meskipun sektor ini secara konvensional dianggap stabil. Tantangan operasional, inefisiensi produksi, meningkatnya beban biaya, dan intensitas persaingan terus mengancam kesehatan keuangan perusahaan. Dalam literatur keuangan, financial distress didefinisikan sebagai kondisi di mana perusahaan mengalami kesulitan memenuhi kewajiban keuangannya sebagai akibat dari melemahnya kinerja operasional, menurunnya profitabilitas, dan tidak stabilnya arus kas (Brigham & Houston, 2019). Apabila tidak ditangani, kondisi distress dapat berkembang menjadi insolvensi penuh yang berdampak buruk bagi karyawan, investor, dan stabilitas industri secara keseluruhan. Oleh karena itu, risiko financial distress tetap menjadi area penelitian yang relevan bahkan di sektor yang secara tradisional dianggap aman sekalipun (Joshlyn & Widjaja, 2024).

Untuk mengidentifikasi risiko financial distress secara objektif dan konsisten, diperlukan kerangka pengukuran yang andal. Di antara model yang paling banyak digunakan adalah Altman Z-Score, yang

menggabungkan berbagai rasio keuangan yang mencerminkan likuiditas, profitabilitas, leverage, efisiensi, dan nilai pasar untuk memprediksi probabilitas kebangkrutan (Karikari Amoa-Gyarteng, 2021). Setelah divalidasi selama lebih dari lima dekade, model ini telah menunjukkan akurasi prediktif yang tinggi di berbagai sektor industri dan konteks pasar berkembang. Di luar fungsinya sebagai sistem peringatan dini, Z-Score juga menyampaikan informasi penting kepada investor dan kreditur mengenai kelayakan kredit dan kesehatan keuangan suatu perusahaan. Dalam konteks pasar modal Indonesia, indikator keuangan seperti Z-Score memiliki signifikansi tambahan karena BEI umumnya dikarakteristikan sebagai pasar yang menunjukkan efisiensi bentuk lemah, di mana harga pasar belum sepenuhnya mencerminkan semua informasi yang tersedia, sehingga investor cenderung mengandalkan laporan keuangan dan analisis fundamental dalam mengambil keputusan investasi.

Nilai perusahaan merupakan indikator fundamental yang mencerminkan efektivitas manajemen dalam menciptakan kekayaan bagi pemegang saham. Salah satu ukuran yang banyak digunakan adalah Tobin's Q, sebuah rasio yang membandingkan nilai pasar aset perusahaan dengan biaya penggantinya. Metrik ini mampu menangkap bagaimana pasar menghargai prospek, potensi pertumbuhan, dan profil risiko suatu perusahaan. Perubahan dalam indikator fundamental seperti Z-Score karenanya dapat mengubah persepsi pasar yang kemudian tercermin dalam pergerakan nilai Tobin's Q. Ariani dan Gunawan (2022) menemukan bahwa penurunan Z-Score secara signifikan menekan nilai perusahaan di industri manufaktur, sementara temuan serupa juga dilaporkan untuk sektor properti dan ritel, di mana perusahaan dengan risiko distress yang lebih tinggi

mengalami penurunan valuasi pasar. Temuan-temuan ini mengkonfirmasi bahwa kondisi keuangan suatu perusahaan tidak hanya mempengaruhi operasi internal, tetapi juga berdampak langsung pada persepsi investor.

Terdapat kesenjangan penelitian dalam studi yang mengkaji hubungan antara financial distress dan nilai perusahaan khususnya dalam sektor consumer non-cyclicals Indonesia selama periode pasca-pandemi 2022–2024. Meskipun sektor ini secara konvensional dianggap stabil, perusahaan-perusahaan di dalamnya tetap menghadapi tekanan keuangan akibat pergeseran pola konsumsi, volatilitas harga komoditas, dan ketidakpastian makroekonomi. Lebih lanjut, meskipun Altman Z-Score telah banyak digunakan sebagai prediktor distress, relatif sedikit penelitian yang mengaplikasikan model ini secara spesifik pada sektor consumer non-cyclicals dalam konteks pasar efisien bentuk lemah di Indonesia. Penelitian ini berupaya mengisi kesenjangan tersebut dengan mengkaji pengaruh financial distress yang diukur melalui Altman Z-Score terhadap nilai perusahaan yang diproksikan dengan Tobin's Q pada sektor tersebut selama periode yang relevan. Pertanyaan penelitian utama yang diajukan adalah: (1) Apakah model Altman Z-Score dapat diterapkan secara efektif pada perusahaan sektor consumer non-cyclicals yang terdaftar di BEI? dan (2) Apakah Altman Z-Score berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan yang diukur dengan Tobin's Q?

## HIPOTESIS PENELITIAN

Teori Sinyal dan Kerangka Konseptual

Teori sinyal yang diperkenalkan oleh Spence (1973) menjelaskan mekanisme melalui mana perusahaan menyampaikan informasi kepada pemangku kepentingan

eksternal khususnya investor dan kreditur melalui sinyal yang tertanam dalam pengungkapan keuangan maupun non-keuangan. Kerangka teoritis ini penting secara signifikan karena asimetri informasi antara pihak internal perusahaan dan pihak eksternal menjadikan laporan keuangan sebagai saluran kritis untuk mengurangi ketidakpastian. Indikator keuangan seperti profitabilitas, efisiensi aset, dan struktur modal berfungsi sebagai sinyal utama melalui mana investor menilai kondisi dan prospek perusahaan. Perusahaan yang mempertahankan kondisi keuangan yang baik cenderung menghasilkan sinyal positif yang ditandai dengan metrik kinerja yang kuat dan risiko rendah, sehingga menarik investasi dan mempertahankan nilai perusahaan yang tinggi (Brigham & Houston, 2019). Sebaliknya, sinyal negative yang termanifestasi sebagai leverage berlebih, profitabilitas menurun, atau arus kas yang melemah mengikis kepercayaan investor dan memicu penurunan nilai pasar. Dalam konteks penelitian ini, Altman Z-Score berfungsi sebagai sinyal keuangan komposit: Z-Score yang tinggi menyampaikan kondisi keuangan yang sehat, sementara Z-Score yang rendah mengisyaratkan risiko distress yang tinggi dan kepercayaan pasar yang menurun.

Teori keagenan yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976) mencirikan hubungan kontraktual antara pemilik perusahaan (principal) dan manajernya (agent). Manajer diberi wewenang atas pengambilan keputusan strategis namun mungkin memiliki kepentingan yang berbeda dari pemegang saham, sehingga menimbulkan konflik keagenan. Konflik semacam ini dapat mendorong perilaku manajerial yang mengutamakan kepentingan pribadi—misalnya, memperluas leverage demi pertumbuhan atau mengejar investasi yang terlalu berisiko—dengan mengorbankan nilai

pemegang saham. Keputusan-keputusan tersebut pada gilirannya dapat meningkatkan probabilitas financial distress apabila tindakan manajerial terbukti tidak efektif atau mengarah pada salah alokasi aset. Teori keagenan karenanya memperkuat pandangan bahwa struktur tata kelola perusahaan dan mekanisme pengawasan memainkan peran penting dalam pencegahan distress, dan menempatkan Altman Z-Score, pengambilan keputusan manajerial, serta nilai perusahaan dalam satu kerangka teoritis yang terpadu. Brédart (2014) secara empiris membuktikan bahwa konfigurasi dewan, kepemilikan manajerial, dan dualitas CEO secara signifikan mempengaruhi kemungkinan financial distress perusahaan.

#### Model Altman Z-Score dan Nilai Perusahaan

Altman Z-Score dikembangkan oleh Edward I. Altman (1968) menggunakan analisis diskriminan berganda dan lima rasio keuangan untuk membangun indeks risiko kebangkrutan yang komprehensif. Formula yang dimodifikasi untuk perusahaan non-manufaktur yang digunakan dalam penelitian ini adalah:  $Z = 6,56X_1 + 3,26X_2 + 6,72X_3 + 1,05X_4$ , di mana  $X_1 = \text{Modal Kerja/Total Aset (likuiditas)}$ ,  $X_2 = \text{Laba Ditahan/Total Aset (profitabilitas kumulatif)}$ ,  $X_3 = \text{EBIT/Total Aset (efisiensi operasional)}$ , dan  $X_4 = \text{Nilai Buku Ekuitas/Nilai Buku Total Utang (leverage)}$ . Ambang klasifikasi yang ditetapkan adalah:  $Z < 1,10$  (zona distress),  $1,10 \leq Z \leq 2,60$  (zona abu-abu), dan  $Z > 2,60$  (zona aman). Penelitian selanjutnya termasuk Karikari Amoa-Gyarteng (2021) telah mengkonfirmasi akurasi prediktif model ini yang melebihi 80% dalam berbagai konteks industri dan geografi.

Nilai perusahaan merupakan konsep fundamental dalam keuangan korporat yang mencerminkan nilai ekonomis suatu perusahaan sebagaimana dipersepsikan

oleh pasar. Brigham dan Houston (2019) mendefinisikan nilai perusahaan sebagai harga yang bersedia dibayarkan investor dengan mempertimbangkan kinerja operasional, stabilitas keuangan, dan lintasan pertumbuhan perusahaan, menjadikannya tujuan utama manajemen korporat modern. Tobin's Q yang dikembangkan oleh James Tobin (1969) dan disempurnakan oleh Perfecta dan Wiles (1994) mengoperasionalkan nilai perusahaan dengan membandingkan (Nilai Pasar Ekuitas + Total Kewajiban) dengan Total Aset. Rasio di atas satu mengindikasikan bahwa pasar menilai aset perusahaan di atas nilai bukunya, menandakan ekspektasi pertumbuhan positif; rasio di bawah satu menunjukkan skeptisisme pasar terhadap profitabilitas dan prospek perusahaan. Sejumlah penelitian empiris mendukung relevansi hubungan ini: Sulistianingsih dkk. (2024) menemukan asosiasi negatif yang signifikan antara financial distress dan nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI, sementara Adaria dkk. (2022) menunjukkan bahwa perusahaan dengan Z-Score lebih rendah mengalami penurunan nilai pasar di sektor properti dan real estat. Berdasarkan teori sinyal, teori keagenan, dan bukti empiris tersebut, penelitian ini mengajukan hipotesis: Altman Z-Score yang lebih tinggi—menunjukkan risiko financial distress yang lebih rendah—berkaitan dengan nilai perusahaan yang lebih tinggi yang diproksikan dengan Tobin's Q pada perusahaan consumer non-cyclicals yang terdaftar di BEI ( $H_1$ ).

#### METODE PENELITIAN

Penelitian ini mengadopsi desain penelitian kuantitatif-kausal karena seluruh variabel yang diteliti Altman Z-Score, nilai perusahaan, likuiditas, arus kas operasi, dan leverage diukur menggunakan data

numerik yang bersumber dari laporan keuangan dan data pasar saham. Pendekatan kuantitatif memungkinkan pengujian hipotesis secara objektif melalui inferensi statistik, sehingga menghasilkan estimasi yang dapat diinterpretasikan mengenai arah dan besarnya hubungan antar variabel (Sugiyono, 2019). Sifat kausal dari desain penelitian mencerminkan tujuan penelitian untuk menetapkan apakah, dan sejauh mana, perubahan dalam Z-Score menghasilkan perubahan yang bersesuaian dalam nilai perusahaan (Sekaran & Bougie, 2020).

Populasi penelitian mencakup seluruh perusahaan yang terklasifikasi dalam sektor Consumer Non-Cyclicals yang terdaftar secara berkelanjutan di BEI sepanjang periode 2022–2024. Purposive sampling diterapkan untuk memilih perusahaan yang memenuhi tiga kriteria: (1) terdaftar di BEI secara berkelanjutan selama seluruh jangka waktu penelitian tiga tahun; (2) mempublikasikan laporan keuangan tahunan yang lengkap untuk setiap tahun; dan (3) tersedianya semua data yang diperlukan untuk menghitung Altman Z-Score, rasio likuiditas, arus kas operasi, Debt-to-Equity Ratio, dan Tobin's Q. Setelah penerapan kriteria tersebut dan pengeluaran dua puluh observasi outlier, sampel akhir terdiri dari 169 observasi firm-year (Pujiono dkk., 2023). Data sekunder bersumber dari laporan keuangan tahunan yang telah diaudit serta data pasar yang tersedia secara publik melalui platform keterbukaan informasi BEI, memastikan integritas dan komparabilitas data lintas perusahaan dan tahun (Sugiyono, 2019).

Variabel independen adalah Altman Z-Score yang dihitung menggunakan formula yang dijelaskan pada bagian hipotesis. Variabel dependen adalah nilai perusahaan (Tobin's Q) yang dihitung sebagai:  $Tobin's Q = (\text{Nilai Pasar Ekuitas} + \text{Total$

Kewajiban) / Total Aset. Tiga variabel kontrol dimasukkan dalam model: (1) likuiditas yang diukur dengan Current Ratio (aset lancar / kewajiban lancar); (2) arus kas operasi yang diukur dengan logaritma natural arus kas operasi bersih untuk menormalkan distribusi; dan (3) leverage yang diukur dengan Debt-to-Equity Ratio (total kewajiban / total ekuitas  $\times 100\%$ ). Seluruh variabel menggunakan skala pengukuran rasio. Analisis dilakukan menggunakan IBM SPSS versi 26 melalui tiga tahap: pertama, statistik deskriptif untuk mengkarakterisasi tendensi sentral dan dispersi setiap variabel; kedua, empat uji asumsi klasik yang meliputi uji Kolmogorov–Smirnov untuk normalitas residual, Tolerance dan Variance Inflation Factor (VIF) untuk multikolinearitas, uji Glejser untuk heteroskedastisitas, dan uji Durbin–Watson untuk autokorelasi; ketiga, regresi linear berganda dengan persamaan:  $\sqrt{Y} = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \epsilon_i$ , dengan ambang signifikansi  $p < 0,05$ . Karena variabel dependen awalnya menunjukkan residual yang tidak normal, transformasi akar kuadrat ( $\sqrt{\text{Tobin's Q}}$ ) diterapkan sebelum regresi.

## HASIL DAN PEMBAHASAN

### Statistik Deskriptif

Tabel 1 menyajikan statistik deskriptif untuk 169 observasi firm-year yang dipertahankan setelah pengeluaran outlier dan transformasi akar kuadrat Tobin's Q.

**Tabel 1. Statistik Deskriptif**

Variabel	N	Min	Maks	Rata-rata	Std. Dev.
Altman Z-Score	16	-	38,9	5,68	7,27
	9	9,25	5	51	82
Likuiditas (CR)	16	0,19	13,4	2,45	2,29
	9	0	63	48	
Arus Kas (ln)	16	20,7	30,5	26,3	1,97
	9	2	5	213	69
DER	16	0,05	54,9	2,59	6,58
	9		8	17	38

Variabel	N	Min	Maks	Rata-rata	Std. Dev.
Tobin's Q	16	0,09	3,16	1,28	0,65
	9			88	86

Sumber: Output IBM SPSS v.26, diolah penulis (2026).

Altman Z-Score menunjukkan rentang yang luas dari  $-9,25$  hingga  $38,95$  dengan rata-rata  $5,685$ , mengindikasikan bahwa secara rata-rata perusahaan yang diambil sampelnya berada dalam zona aman ( $Z > 2,60$ ). Namun demikian, standar deviasi yang besar sebesar  $7,278$  mengisyaratkan heterogenitas yang cukup besar dalam kesehatan keuangan di seluruh sektor. Tobin's Q memiliki rata-rata  $1,289$ , menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan dihargai di atas nilai buku asetnya, sementara rentangnya ( $0,09-3,16$ ) mencakup perusahaan yang sangat undervalued hingga yang sangat dihargai pasar. Rata-rata likuiditas sebesar  $2,456$  mencerminkan cakupan jangka pendek yang memadai secara rata-rata, dan rata-rata DER sebesar  $2,592$  mengindikasikan ketergantungan moderat pada pembiayaan utang dengan variasi yang substansial di seluruh sampel.

### Uji Asumsi Klasik

Uji Kolmogorov Smirnov yang diterapkan pada residual tidak terstandarisasi setelah transformasi akar kuadrat menghasilkan nilai signifikansi asimtotik sebesar  $0,200$ , yang melebihi ambang batas  $0,05$ , mengkonfirmasi bahwa residual mengikuti distribusi normal. Untuk uji multikolinearitas, nilai Tolerance untuk Altman Z-Score, CR, arus kas, dan DER masing-masing adalah  $0,417$ ;  $0,470$ ;  $0,938$ ; dan  $0,849$ , dengan nilai VIF yang bersesuaian sebesar  $2,396$ ;  $2,126$ ;  $1,066$ ; dan  $1,178$  seluruhnya jauh di bawah ambang kritis  $10$  sehingga model dinyatakan bebas dari multikolinearitas. Uji Glejser menghasilkan p-value sebesar  $0,407$ ;  $0,599$ ;  $0,124$ ; dan  $0,586$  untuk Z-Score, CR, arus kas, dan DER, seluruhnya melebihi  $0,05$ , sehingga hipotesis nol homoskedastisitas tidak dapat ditolak dan

varians residual dinyatakan konstan di seluruh observasi. Terakhir, statistik Durbin–Watson sebesar 2,150 berada dalam rentang yang dapat diterima ( $dU < DW < 4 - dU$ ), mengindikasikan tidak adanya autokorelasi serial dalam residual (Ghozali, 2018). Dengan demikian, seluruh asumsi klasik terpenuhi dan model dinyatakan layak untuk dilanjutkan ke tahap regresi.

Hasil Regresi Linear Berganda dan Pengujian Hipotesis

Tabel 2 merangkum koefisien regresi dan tingkat signifikansi dari model yang diestimasi.

**Tabel 2. Hasil Regresi Linear Berganda**

Variabel	B	Std. Error	t	Sig.
(Konstanta)	1,141	0,208	5,487	0,000
Z-Score ( $X_1$ )	0,043	0,003	13,604	0,000
Likuiditas/CR ( $X_2$ )	-0,08	0,010	-9,048	0,000
Arus Kas ln ( $X_3$ )	-0,00	0,008	-0,630	0,529
DER ( $X_4$ )	0,020	0,002	8,193	0,000

$F(4,164) = 52,039$ ,  $p < 0,001$ ; Adjusted  $R^2 = 0,549$ . Sumber: Output IBM SPSS v.26, diolah penulis (2026).

Persamaan regresi yang diestimasi adalah:  $\sqrt{\text{Tobin's Q}} = 1,141 + 0,043\text{Z-Score} - 0,086\text{CR} - 0,005\text{ArusKas} + 0,020\text{DER}$ . Koefisien Altman Z-Score ( $\beta = 0,043$ ;  $p < 0,001$ ) mengindikasikan bahwa setiap kenaikan satu unit Z-Score berkaitan dengan peningkatan 0,043 unit pada akar kuadrat Tobin's Q, dengan asumsi variabel lain tetap konstan. Temuan ini memberikan dukungan empiris yang kuat untuk hipotesis  $H_1$  bahwa Z-Score yang lebih tinggi sebagai indikator kondisi keuangan yang lebih sehat berkaitan dengan nilai perusahaan yang lebih tinggi. Uji F menghasilkan  $F(4, 164) = 52,039$  dengan  $p < 0,001$ , mengkonfirmasi bahwa model secara keseluruhan signifikan secara statistik, sementara Adjusted  $R^2$  sebesar 0,549 mengindikasikan bahwa sekitar 54,9% variasi dalam nilai perusahaan ( $\sqrt{\text{Tobin's Q}}$ ) dapat dijelaskan oleh Z-Score

dan tiga variabel kontrol, dengan sisa 45,1% disebabkan oleh faktor-faktor yang tidak termasuk dalam model.

Current Ratio menunjukkan efek negatif yang signifikan ( $\beta = -0,086$ ;  $p < 0,001$ ), yang mengindikasikan bahwa akumulasi likuiditas yang berlebihan berkaitan dengan valuasi perusahaan yang lebih rendah kemungkinan mencerminkan konservatisme manajerial atau penempatan aset yang tidak optimal. DER menunjukkan koefisien positif yang signifikan ( $\beta = 0,020$ ;  $p < 0,001$ ), yang konsisten dengan kemungkinan bahwa leverage moderat mengisyaratkan pembiayaan investasi pertumbuhan kepada pasar daripada kerapuhan finansial. Arus kas operasi tidak signifikan secara statistik ( $\beta = -0,005$ ;  $p = 0,529$ ), yang mungkin mencerminkan kompresi variabilitas arus kas akibat transformasi logaritma natural, atau mengindikasikan bahwa investor dalam sektor ini lebih mempertimbangkan kondisi neraca dan leverage daripada tingkat arus kas dalam membentuk valuasi.

Hubungan positif dan signifikan antara Altman Z-Score dan Tobin's Q mengkonfirmasi teori sinyal: Z-Score yang tinggi berfungsi sebagai sinyal positif yang kredibel bahwa kondisi keuangan perusahaan sehat, mengurangi ketidakpastian investor dan mendukung valuasi pasar yang lebih tinggi. Sebaliknya, Z-Score yang menurun mengisyaratkan meningkatnya risiko distress, mendorong investor untuk menetapkan ulang premi risiko ke bawah yang menekan nilai pasar. Mekanisme ini sangat penting di pasar modal Indonesia yang bercirikan efisiensi bentuk lemah, di mana informasi akuntansi fundamental bukan pola harga historis menjadi basis utama keputusan investasi. Konfirmasi bahwa sektor consumer non-cyclicals tidak kebal terhadap financial distress dan bahwa variasi Z-Score memprediksi Tobin's Q dalam sektor ini

memperluas literatur yang ada melampaui manufaktur dan real estat ke sektor yang karakteristik defensifnya sering kali diasumsikan meniadakan kerentanan keuangan. Sejalan dengan Brédart (2014) dan Kanisa dan Imronudin (2023), temuan-temuan ini menggarisbawahi bahwa financial distress dalam sektor consumer non-cyclicals muncul tidak semata-mata dari kelemahan permintaan, tetapi dari interaksi struktur biaya, keputusan leverage, dan efisiensi asset seluruh dimensi yang tercakup dalam rasio komposit Altman Z-Score.

## KESIMPULAN

Penelitian ini mengkaji penerapan model Altman Z-Score sebagai indikator financial distress dan pengaruhnya terhadap nilai perusahaan dalam sektor consumer non-cyclicals di Bursa Efek Indonesia selama 2022–2024. Analisis terhadap 169 observasi firm-year menggunakan regresi linear berganda menghasilkan tiga kesimpulan utama. Pertama, model Altman Z-Score terbukti efektif diterapkan pada sektor ini, berhasil membedakan perusahaan-perusahaan dalam zona aman, abu-abu, dan distress serta berfungsi sebagai instrumen peringatan dini yang andal bagi berbagai pemangku kepentingan. Kedua, Z-Score memberikan pengaruh positif yang signifikan secara statistik terhadap nilai perusahaan (Tobin's Q) dengan koefisien  $\beta = 0,043$  dan  $p < 0,001$ , mengkonfirmasi bahwa kesehatan keuangan yang lebih baik sebagaimana tercermin dalam skor komposit yang lebih tinggi menghasilkan sinyal pasar positif yang meningkatkan valuasi investor, sejalan dengan temuan Adaria dkk. (2022), Sulistianingsih dkk. (2024), dan Karikari Amoa-Gyarteng (2021). Ketiga, temuan-temuan ini memperkuat landasan empiris teori sinyal dan teori keagenan dalam konteks perusahaan yang terdaftar di

Indonesia, menunjukkan bahwa kondisi keuangan fundamental dihargai secara bermakna oleh pasar bahkan dalam sektor yang secara konvensional dianggap defensif.

## SARAN

Temuan penelitian ini membawa implikasi penting bagi manajemen, investor, regulator, dan kreditur. Bagi manajemen, pemantauan komponen-komponen Z-Score khususnya manajemen likuiditas, profitabilitas, dan struktur modal seharusnya menjadi bagian integral dari strategi peringatan dini yang proaktif untuk menjaga stabilitas keuangan dan kepercayaan investor. Bagi investor dan analis, Z-Score dapat diintegrasikan ke dalam proses penyaringan portofolio untuk mengidentifikasi perusahaan-perusahaan yang berisiko mengalami penurunan nilai pasar akibat memburuknya kondisi keuangan. Keterbatasan utama penelitian ini terletak pada penggunaan eksklusif Altman Z-Score sebagai proksi financial distress dan pada variabel kontrol yang terbatas, sehingga faktor-faktor berpengaruh lainnya belum terakomodasi. Untuk penelitian selanjutnya, disarankan untuk menggunakan beberapa model prediksi kesulitan keuangan secara bersamaan seperti model Springate, Zmijewski, dan Grover di samping Altman Z-Score guna memberikan penilaian yang lebih komprehensif. Pengintegrasian variabel tata kelola perusahaan, ukuran perusahaan, dan ukuran profitabilitas tambahan dapat lebih menjelaskan mekanisme yang menghubungkan financial distress dengan nilai perusahaan, sekaligus memperkaya pemahaman tentang dinamika keuangan sektor consumer non-cyclicals di Indonesia.

## DAFTAR PUSTAKA

- Adaria, D., Komalasari, A., Kusumawardani, N., & Andi, K. (2022). Pengaruh financial distress terhadap nilai perusahaan sebelum dan saat pandemi COVID-19 (Studi pada perusahaan property dan real estate). *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 8(1), 2131–2142.
- Altman, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4), 589-609.
- Badan Pusat Statistik (BPS). (2024). Ekonomi Indonesia tahun 2024 tumbuh 5,03 persen. <https://www.bps.go.id>
- Bank Indonesia. (2024). Laporan perekonomian Indonesia 2024. Bank Indonesia.
- Bisnis Indonesia. (2024). Konsumsi rumah tangga belum mampu tumbuh ke level sebelum pandemi. <https://ekonomi.bisnis.com>
- Brédart, X. (2014). Financial distress and corporate governance: The impact of board configuration. *International Business Research*, 7(3), 72–80. <https://doi.org/10.5539/ibr.v7n3p72>
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2019). *Fundamentals of financial management* (15th ed.). Cengage Learning.
- Ghozali, I. (2018). Aplikasi analisis multivariate dengan program IBM SPSS 26. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- 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.
- Joshlyn, J., & Widjaja, I. (2024). Pengaruh profitabilitas, leverage, dan likuiditas terhadap financial distress FMCG non-cyclicals di BEI. *Jurnal Tarumanagara Economic and Accounting Research*, 6(1), 211–218.
- Kamila, A. F., & Faruq, U. (2025). Financial distress analysis using the Altman Z-Score model on textile companies in Indonesia Stock Exchange. *InFestasi*, 21(June), 45–56.
- Kanisa, D., & Imronudin. (2023). The implications of stock price, liquidity, and profitability on the consumer non-cyclicals sector's company value. *Jurnal Bisnis dan Manajemen*, 10(3), 2396–2410.
- Karikari Amoa-Gyarteng. (2021). Corporate financial distress: The impact of profitability, liquidity, asset productivity, activity and solvency. *Corporate Governance and Sustainability Review*, 28(October), 103–115.
- Mičudová, K. (2013). Discriminatory power of the Altman Z-Score model. *Journal of Economics, Business and Management*, 6(1), 95–106.
- Pakawaru, M. I., Nurlailah, Wirandi, & Mariana. (2025). Pengaruh financial distress terhadap nilai perusahaan dengan konservatisme sebagai variabel moderasi. *Jurnal Kesehatan Sainatika Meditory*, 8(6), 3177–3184.
- Pujiono, P., Wildan, M. A., Kusumaningias, R., & Putra, R. (2023). Konsep populasi dan sampel dengan pendekatan statistika. Universitas Negeri Surabaya Press.
- Sekaran, U., & Bougie, R. (2020). *Research methods for business* (8th ed.). Wiley.
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374. <https://doi.org/10.2307/1882010>
- Stepani, P. N., & Nugroho, L. (2023). Pengaruh profitabilitas, likuiditas, leverage, dan ukuran perusahaan terhadap financial distress pada perusahaan consumer non-cyclicals yang terdaftar di BEI periode 2019–2021. *Jurnal Tarumanagara Economic and Accounting Research*, 3(3), 194–205. <https://doi.org/10.47065/jtear.v3i3.551>
- Sugiyono. (2019). *Metode penelitian kuantitatif, kualitatif dan R&D*. Alfabeta.
- Sulistianingsih, H., Raflis, R., & Maivalinda. (2024). Dampak aliran kas, profitabilitas



dan kesulitan keuangan terhadap keputusan investasi pada perusahaan manufaktur di BEI. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 26(1), 42–61.

Tobin, J. (1969). A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(1), 15–29.

Ungkari, M. D., Nurlaela, L., & Imam. (2024). Analisis kebangkrutan model Altman Z-Score pada perusahaan ritel yang terdaftar di BEI. *Jurnal Riset Akuntansi*, 12(3), 183–188.