

Analisis Z-Score dalam Memprediksi Financial Distress dan Dampaknya terhadap Value of the Firm

Erlita Maulida Rosalina, Pujiono*

Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Program Studi Akuntansi, Universitas Negeri Surabaya, Surabaya, Indonesia
Jl. Ketintang Wiyata, Ketintang, Kec. Gayungan, Surabaya, Jawa Timur 60231, Indonesia
Email: ¹erlitamaulida9@gmail.com, ²*pujiono@unesa.ac.id
Email Penulis Korespondensi: pujiono@unesa.ac.id

Abstrak—Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis kemampuan Z-Score dalam memprediksi financial distress serta menguji pengaruhnya terhadap value of the firm pada perusahaan sektor consumer cyclicals yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2022-2024. Financial distress diukur dengan model Altman Z-Score dan value of the firm melalui Tobin's Q. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan regresi linear berganda yang diuji berdasarkan kategori distress zone, grey zone, dan safe zone. Data yang digunakan merupakan data sekunder berupa laporan tahunan perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa Z-Score mampu mengukur dan mengklasifikasikan tingkat kesehatan keuangan perusahaan ke dalam tiga kategori zona. Sebanyak 26 perusahaan berada dalam safe zone, sementara 11 perusahaan distress zone, dan 3 perusahaan grey zone yang menandakan kondisi keuangan perlu diwaspadai dan ditingkatkan. Pada perusahaan distress zone, Z-Score tidak berpengaruh terhadap value of the firm karena risiko kebangkrutan telah lebih dahulu diantisipasi oleh pasar. Pada perusahaan grey zone, Z-Score berpengaruh negatif terhadap value of the firm, yang mengindikasikan bahwasanya meskipun terjadi peningkatan skor, kondisi keuangan yang belum stabil tetap dipersepsikan mengandung risiko. Sementara itu, pada perusahaan safe zone, Z-Score berpengaruh positif terhadap value of the firm karena kondisi keuangan yang sehat dipandang sebagai sinyal positif yang dapat meningkatkan kepercayaan pasar

Kata Kunci: Z-Score; Kesulitan Keuangan; Nilai Perusahaan; Tobin's Q; Consumer Cyclicals

Abstract—This study aims to analyze the ability of Z-Score in predicting financial distress and to examine its effect on the value of the firm in consumer cyclicals companies listed on the Indonesia Stock Exchange in 2022-2024. Financial distress is measured using the Altman Z-Score model and the value of the firm is measured using Tobin's Q. This study uses a quantitative approach with multiple linear regression tested based on the categories of distress zone, grey zone, and safe zone. The data used is secondary data in the form of company annual reports. The results show that the Z-Score is capable of measuring and classifying the level of financial health of companies into three categories of zones. A total of 26 companies are in the safe zone, while 11 are in the distress zone, and 3 are in the grey zone, indicating that their financial condition requires monitoring and improvement. For companies in the distress zone, the Z-Score has no effect on the value of the firm because the risk of bankruptcy has already been anticipated by the market. For companies in the grey zone, the Z-Score has a negative effect on the value of the firm, indicating that even though the score has improved, the still-unstable financial condition is perceived as carrying risk. Meanwhile, for companies in the safe zone, the Z-Score has a positive effect on the value of the firm because a healthy financial condition is viewed as a positive signal that can boost market confidence.

Keywords: Z-Score; Financial Distress; Value of the Firm; Tobin's Q; Consumer Cyclicals

1. PENDAHULUAN

Suatu kondisi ketika perusahaan mengalami masalah keuangan yang serius dan oleh karenanya tidak dapat memenuhi kewajiban finansial, baik itu pembayaran utang maupun kewajiban lainnya dinamakan *financial distress* (Pujiono et al., 2023). Kondisi ini ditandai dengan penurunan kinerja operasional, tingginya beban utang, hingga pengelolaan aset yang tidak efisien. *Financial distress* dapat dialami oleh berbagai perusahaan dan menjadi tanda awal bahwa perusahaan akan bangkrut. World Bank melaporkan bahwa sekitar 60% bisnis menghadapi kebangkrutan pada masa tekanan ekonomi tahun 2020 yang menandakan banyak perusahaan tidak mampu mempertahankan stabilitas keuangannya di tengah daya beli masyarakat yang melemah (Anggraeni, 2020). Kesulitan keuangan yang berkepanjangan juga terlihat dari meningkatnya jumlah emiten yang dikeluarkan dari Bursa Efek Indonesia sepanjang tahun 2020-2024, di mana terdapat 24 emiten yang ter-*delisting* karena masalah keuangan yang tidak dapat diselesaikan (Setiawati, 2025).

Financial distress perlu diidentifikasi sejak dini, terutama pada sektor *consumer cyclicals* yang sangat dipengaruhi oleh perubahan kondisi ekonomi dan daya beli masyarakat. Sektor *consumer cyclicals* mencakup perusahaan yang menghasilkan barang dan jasa bersifat bukan kebutuhan pokok, seperti ritel, otomotif, tekstil, pakaian, dan hiburan sehingga kebutuhan barang dan jasa di sektor ini akan meningkat seiring dengan pertumbuhan ekonomi. Namun, apabila pendapatan masyarakat menurun, permintaan terhadap produk-produk sektor ini ikut menurun (Krisdiana & Meidiaswati, 2022). Data dari Otoritas Jasa Keuangan menunjukkan bahwa perkembangan indeks sektoral *consumer cyclicals* memiliki pola yang tidak stabil. Pada tahun 2020, sektor ini mengalami kontraksi cukup dalam yaitu -16,13% seiring dengan melemahnya daya beli masyarakat dan permintaan terhadap barang sekunder (OJK, 2021). Pada tahun 2021, terjadi pemulihan kuat dengan pertumbuhan positif sebesar 21,2%, namun kembali melemah pada tahun 2022 dengan penurunan -5,50% (OJK, 2022). Pada tahun 2023, sektor ini mulai stabil meskipun masih mengalami pertumbuhan negatif sebesar -3,46% dan mencatat kenaikan kecil sebesar 1,64% pada tahun 2024 (OJK, 2024). Dari data tersebut, terlihat bahwa daya beli masyarakat dan tingkat kepercayaan investor pada sektor *consumer cyclicals* masih lemah selama periode transisi pemulihan ekonomi sehingga perusahaan masih berpotensi mengalami kesulitan keuangan.

Kesulitan keuangan (*financial distress*) yang dialami suatu perusahaan berdampak langsung terhadap nilai perusahaan. Ketika harga saham tinggi, hal ini menunjukkan bahwa nilai perusahaan juga tinggi sehingga dapat

meningkatkan kepercayaan pasar, baik pada kinerja saat ini, maupun pada prospek pertumbuhan di masa depan (Marjohan, 2022). Saat perusahaan menghadapi masalah keuangan seperti penurunan pendapatan atau peningkatan utang, hal ini berfungsi sebagai sinyal negatif yang membuat investor merasa ragu untuk menginvestasikan dananya di perusahaan tersebut, sehingga berakibat pada penurunan harga saham serta nilai perusahaan. Perusahaan memerlukan alat prediksi yang mampu mendeteksi *financial distress* agar risiko penurunan nilai perusahaan dapat segera diantisipasi. Dalam studi ini, digunakan model Altman Z-Score yang diperkenalkan oleh Edward I. Altman pada tahun 1968 dengan menggabungkan berbagai rasio keuangan ke dalam satu skor yang dapat menunjukkan kondisi kesehatan finansial perusahaan serta kemungkinan kebangkrutan. Altman Z-Score terbukti mampu menunjukkan tingkat akurasi yang tinggi, yaitu sekitar 80-90% dalam memprediksi kemungkinan kebangkrutan perusahaan hingga dua tahun sebelum kebangkrutan berlangsung (Chandrayanti et al., 2025). Penelitian terkait *financial distress* hingga saat ini sebagian besar berpusat di negara-negara maju dibandingkan negara berkembang. Kondisi ini menunjukkan bahwa inefisiensi pasar dapat menyebabkan risiko *financial distress* menjadi tidak signifikan dalam menjelaskan *return* saham perusahaan yang sedang mengalami masalah keuangan, sehingga respons pasar terhadap informasi fundamental seperti Z-Score dipengaruhi tingkat efisiensi pasar di masing-masing negara (Bhimavarapu et al., 2023).

Fama membagi efisiensi pasar ke dalam tiga jenis, yaitu *weak form*, *semi strong form*, dan *strong form* (Ridwan et al., 2025). Pasar modal maju biasanya berada pada kategori *strong form*, di mana harga saham mencerminkan seluruh informasi, baik publik maupun privat, sehingga setiap perubahan informasi termasuk Z-Score langsung tercermin pada harga saham perusahaan. Di sisi lain, pasar modal berkembang seperti Indonesia masih berada di kategori *semi strong form*, yang berarti harga saham sudah mewakili seluruh informasi publik, namun belum sepenuhnya efektif dalam menanggapi informasi fundamental. Fridagustina Adnantara (2021) mengemukakan bahwa investor di Bursa Efek Indonesia cenderung bersikap naif dan tidak memanfaatkan informasi secara optimal sehingga tidak terlihat pengaruhnya terhadap *return* saham. Selain itu, karakteristik para investor juga sangat memengaruhi bagaimana informasi diterima dan direspons oleh pasar. Di pasar maju, investor cenderung lebih rasional, memiliki akses informasi yang merata, dan mengandalkan analisis fundamental dalam pengambilan keputusan. Sebaliknya, di pasar berkembang, investor seringkali dipengaruhi bias psikologis, yaitu mengikuti keputusan mayoritas tanpa melakukan evaluasi informasi keuangan secara memadai (Putri & Isbanah, 2020).

Penelitian yang dilakukan pada pasar modal maju seperti Amerika Serikat, ditemukan bahwa Z-Score memiliki hubungan yang kuat dengan harga saham, di mana peningkatan risiko kebangkrutan biasanya diikuti dengan penurunan nilai perusahaan. Pendapat Graham Secker, Analis Strategi Morgan Stanley juga menyatakan bahwa perusahaan dengan Z-Score yang lebih tinggi cenderung menunjukkan kinerja pasar yang lebih baik (Hu et al., 2022). Selain itu, penelitian Yana & Purwanto (2022), Witjaksono (2020), dan Bhimavarapu et al., (2023) di pasar berkembang menunjukkan bahwa kondisi keuangan yang sehat mampu meningkatkan nilai perusahaan karena memberikan keyakinan lebih besar kepada investor terhadap prospek perusahaan. Namun, beberapa penelitian lain melaporkan bahwa risiko *financial distress* tidak memengaruhi nilai perusahaan, seperti temuan Weni et al., (2024) dan Heling & Lastanti (2024). Hal ini mengindikasikan bahwa meskipun Z-Score terbukti efektif memprediksi nilai perusahaan di pasar maju, temuan di pasar berkembang seperti Indonesia masih terbatas. Dengan demikian, penelitian ini relevan karena memiliki kebaruan dengan fokus pada sektor *consumer cyclicals*, data terbaru tahun 2022-2024, dan menguji kembali efektivitas Z-Score sebagai alat prediksi nilai perusahaan di pasar modal Indonesia. Diharapkan penelitian ini dapat memberikan pemahaman mendalam mengenai sejauh mana *financial distress* yang diprosikan dengan Z-Score dapat digunakan untuk memprediksi *value of the firm* dalam konteks *emerging markets*, serta apakah respons investor Indonesia terhadap informasi *financial distress* serupa dengan pasar maju (*developed markets*).

2. METODE PENELITIAN

2.1 Jenis Penelitian

Dalam penelitian ini, digunakan pendekatan kuantitatif dengan metode deskriptif untuk menggambarkan sekaligus menguji dampak *financial distress* yang diukur menggunakan Z-Score terhadap *value of the firm*. Pendekatan kuantitatif dipilih karena bersifat objektif, mengandalkan data angka, serta dianalisis menggunakan teknik statistik yang memungkinkan peneliti menilai fenomena secara terukur.

2.2 Jenis dan Sumber Data

Penelitian ini memanfaatkan data sekunder, yang merupakan data yang tidak didapat langsung dari objek yang diteliti, namun melalui perantara atau sumber yang sudah mengolahnya terlebih dahulu (Pujiono et al., 2023). Data untuk penelitian berasal dari laporan tahunan (*annual report*) perusahaan *consumer cyclicals* yang tercatat di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2022 hingga 2024. Seluruh informasi diperoleh dari situs resmi Bursa Efek Indonesia, situs resmi tiap perusahaan, dan berbagai sumber pendukung lainnya yang diperlukan selama proses perhitungan.

2.3 Populasi dan Sampel

Menurut Pujiono et al., (2023), populasi merupakan keseluruhan individu atau objek yang memiliki karakteristik tertentu dan menjadi sasaran utama dalam suatu penelitian. Penelitian ini menggunakan perusahaan sektor *consumer cyclicals* yang tercatat di Bursa Efek Indonesia tahun 2022-2024 sebagai populasi. Pemilihan sampel dilakukan melalui metode

non-probability sampling dengan jenis *purposive sampling*, yakni metode pemilihan sampel dengan mengambil anggota populasi yang dianggap paling relevan dengan kebutuhan penelitian. Jumlah sampel yang diamati menjadi 92 perusahaan selama tiga tahun, sehingga menghasilkan total 276 data observasi.

2.4 Definisi Operasional Variabel

2.4.1 Value of the Firm

Variabel yang dipilih sebagai variabel dependen adalah *value of the firm*, yakni nilai suatu perusahaan yang mencerminkan cara investor menilai kinerja dan masa depan perusahaan melalui harga sahamnya di pasar modal. Guna mengevaluasi nilai perusahaan, digunakan rasio Tobin's Q sebagai ukuran yang lebih komprehensif karena berfokus pada kinerja periode sebelumnya dan peluang perusahaan di masa mendatang. Perhitungan rasio Tobin's Q pada penelitian ini mengikuti pendekatan yang dikembangkan oleh Chung dan Pruitt.

$$q = \frac{\text{MVE} + \text{Debt}}{\text{TA}} \quad (1)$$

Keterangan variabel dalam perhitungan tersebut ialah: q merupakan Tobin's Q yang digunakan untuk mengukur *value of the firm*. MVE merupakan *market value equity* yang diperoleh dari hasil perkalian antara harga pasar saham dengan jumlah saham yang beredar. *Debt* menunjukkan total utang yang dimiliki perusahaan, sedangkan TA merupakan nilai buku dari total aset perusahaan.

2.4.2 Financial Distress

Pada penelitian ini, variabel independennya adalah *financial distress* yang diprosikan melalui Altman Z-Score. *Financial distress* menggambarkan situasi ketika perusahaan mulai menghadapi kesulitan dalam memenuhi kewajiban finansialnya, namun belum sampai tahap kebangkrutan (Hendrayanti, 2024). Untuk menilai tingkat risiko tersebut, model Altman Z-Score modifikasi digunakan karena relevan untuk berbagai jenis perusahaan, baik manufaktur maupun non-manufaktur, termasuk perusahaan non-publik serta perusahaan yang menerbitkan obligasi korporasi.

$$Z = 6,56X_1 + 3,26X_2 + 6,72X_3 + 1,05X_4 \quad (2)$$

Keterangan variabel dalam penelitian ialah sebagai berikut: X_1 merupakan rasio *working capital* terhadap *total assets* yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek dengan aset lancar yang dimiliki. X_2 merupakan rasio *retained earnings* terhadap *total assets* yang menggambarkan besarnya akumulasi laba ditahan yang digunakan dalam membiayai aktivitas usaha. X_3 merupakan rasio *earning before interest and taxes* terhadap *total assets* yang mencerminkan tingkat kemampuan perusahaan dalam membiayai operasionalnya sebelum memperhitungkan beban bunga dan pajak. Sementara itu, X_4 merupakan rasio *book value equity* terhadap *total liabilities* yang memberikan gambaran mengenai tingkat solvabilitas dan struktur pendanaan perusahaan.

Nilai Altman Z-Score yang telah dihitung untuk setiap perusahaan selanjutnya diubah ke dalam bentuk skala nominal. Kategori 1 termasuk dalam "*Distress Zone*" dengan Z-Score < 1,10, yang menunjukkan bahwa perusahaan berada dalam risiko tinggi untuk mengalami kesulitan finansial yang dapat berujung pada kebangkrutan. Kategori 2 termasuk dalam "*Grey Zone*" dengan $1,10 < \text{Z-Score} < 2,60$, yang menunjukkan bahwa perusahaan berada dalam area rawan dan perlu mendapatkan perhatian lebih. Kategori 3 termasuk dalam "*Safe Zone*" dengan Z-Score > 2,60, yang menunjukkan bahwa perusahaan sehat dan tidak mengalami kebangkrutan.

2.4.3 Likuiditas

Rasio likuiditas ialah ukuran yang mencerminkan seberapa baik suatu perusahaan menjalankan kewajiban keuangan jangka pendeknya. Likuiditas diukur dengan rasio lancar yang membantu menilai apakah perusahaan memiliki kecukupan aset yang cepat dicairkan untuk membayar kewajiban jangka pendeknya sehingga memberikan gambaran mengenai kondisi likuiditas perusahaan secara menyeluruh. Perhitungan rasio lancar dilakukan dengan rumus:

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Aset Lancar}}{\text{Hutang Lancar}} \times 100\% \quad (3)$$

2.4.4 Arus Kas Operasi

Arus kas operasi yaitu kas yang diperoleh dari aktivitas operasional perusahaan serta menjadi indikator penting untuk menilai kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban utangnya, mempertahankan keberlanjutan operasi, membayar dividen, serta tidak mengandalkan pendanaan dari luar untuk berinvestasi. Dalam penelitian ini, nilai arus kas operasi dihitung dengan Logaritma Natural (Ln) karena data arus kas perusahaan memiliki rentang nilai yang besar.

2.4.5 Debt to Equity Ratio (DER)

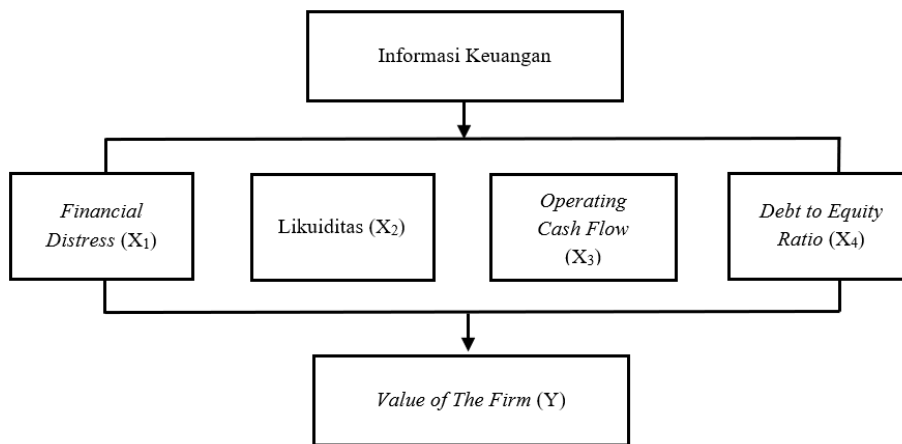
Debt to Equity Ratio merupakan ukuran yang dipakai saat menilai perbandingan antara total kewajiban perusahaan dengan ekuitas yang dimilikinya. Ukuran ini memberikan informasi mengenai tingkat ketergantungan perusahaan pada pendanaan utang dibandingkan modal sendiri. Ketika rasio meningkat, solvabilitas perusahaan cenderung menurun, sehingga kemampuan perusahaan membayar utang menjadi lebih rendah yang dapat meningkatkan risiko *financial distress*. DER dihitung menggunakan persamaan di bawah ini:

$$Debt\ to\ Equity\ Ratio = \frac{Total\ Hutang}{Total\ Ekuitas} \times 100\% \tag{4}$$

2.5 Hipotesis Penelitian

Menurut Platt & Platt (2007), *financial distress* menggambarkan situasi ketika sebuah perusahaan menghadapi tekanan keuangan namun belum sampai pada tahap kebangkrutan. *Financial distress* dapat diprediksi melalui Altman Z-Score yang memberikan gambaran tentang kesehatan finansial perusahaan dan berfungsi sebagai indikator awal dalam menilai prospek perusahaan. Yana & Purwanto (2022), Hermuningsih et al., (2022), dan Witjaksono (2020) menyatakan bahwa Z-Score efektif memprediksi nilai perusahaan, di mana tingkat *financial distress* yang lebih rendah berkaitan dengan nilai perusahaan yang lebih tinggi. Berdasarkan teori agensi dan teori sinyal, Z-Score memiliki fungsi penting dalam mengurangi asimetri informasi antara manajer dan investor. Ketika perusahaan memberikan informasi yang transparan tentang tingkat risiko *financial distress*, investor dapat melakukan penilaian yang lebih akurat terhadap kondisi perusahaan. Z-Score yang tinggi mengirimkan sinyal bahwa perusahaan berada dalam kondisi sehat sehingga membentuk pandangan positif terhadap nilai perusahaan. Sebaliknya, apabila Z-Score rendah, hal ini menandakan risiko *distress* yang lebih tinggi sehingga investor cenderung menghindari perusahaan tersebut karena prospeknya kurang menarik.
 H1: *Financial distress* yang diprosikan dengan Z-Score mampu memprediksi *value of the firm* pada perusahaan sektor *consumer cyclicals*

2.6 Kerangka Konseptual



Gambar 1. Kerangka konseptual penelitian

Pada Gambar 1 kerangka konseptual di atas menggambarkan keterkaitan antar variabel independen, yaitu *financial distress* terhadap variabel dependen, yaitu *value of the firm*. Kerangka ini bertujuan memperjelas arah pengaruh antar variabel secara sistematis serta menjadi pedoman dalam analisis dan interpretasi data.

2.7 Teknik Analisis dan Pengujian

Beberapa teknik analisis data diaplikasikan pada penelitian ini, yaitu analisis statistik deskriptif dan model regresi linear berganda. Sebelum dilaksanakan uji hipotesis, model regresi lebih dulu diuji melalui uji asumsi klasik yang mencakup uji normalitas, uji autokorelasi, uji multikolinearitas, serta uji heteroskedastisitas. Selanjutnya, pengujian hipotesis dilaksanakan dengan uji F dan uji T. Semua analisis dijalankan melalui bantuan SPSS sebagai alat pengolahan data. Berikut formula *multiple linear regression* yang dilakukan:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \epsilon_i \tag{5}$$

Variabel Y merepresentasikan *value of the firm*, sementara X₁ adalah *financial distress*, X₂ adalah likuiditas, X₃ adalah arus kas operasi, dan X₄ adalah *debt to equity ratio*. Konstanta (*intercept*) dilambangkan dengan α, koefisien regresi (β) menunjukkan seberapa besar pengaruh masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen, dan istilah kesalahan (*error term*) dilambangkan dengan ε_i.

3. HASIL DAN PEMBAHASAN

3.1 Hasil Penelitian

3.1.1 Statistik Deskriptif

Sebagai tahap awal pengolahan data, analisis statistik deskriptif dilaksanakan agar dapat memberikan penjelasan terkait data yang diteliti menggunakan ukuran pemusatan dan penyebaran data, seperti nilai mean, minimum, maksimum, beserta standar deviasi. Jumlah sampel yang diolah menjadi 120 perusahaan sektor *consumer cyclicals* selama 3 tahun.

Tabel 1. Hasil Analisis Statistik Deskriptif

	N	Descriptive Statistics			
		Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Z Score	120	-4,57	11,88	3,2474	3,18997
Current Ratio	120	,21	5,14	1,5871	1,01444
Debt to Equity Ratio	120	,17	6,54	1,0868	1,02129
LN Arus Kas Operasi	120	19,46	29,42	25,5955	2,12890
Tobin's Q	120	,25	3,35	1,2448	,62135
Valid N (listwise)	120				

Tabel 1 memberikan hasil bahwa Z-Score memiliki nilai minimum sebesar -4,57 dan maksimum sebesar 11,88, dengan rata-rata (mean) sebesar 3,2474 serta standar deviasi sebesar 3,18997. *Current ratio* memiliki nilai minimum sebesar 0,21 dan maksimum sebesar 5,14, dengan mean sebesar 1,5871 serta standar deviasi sebesar 1,01444. DER memiliki nilai minimum sebesar 0,17 dan maksimum sebesar 6,54, dengan mean sebesar 1,0868 serta standar deviasi sebesar 1,02129. Arus kas operasi memiliki nilai minimum sebesar 19,46 dan maksimum sebesar 29,42, dengan mean sebesar 25,5955 serta standar deviasi sebesar 2,12890. Tobin's Q memiliki nilai minimum sebesar 0,25 dan maksimum sebesar 3,35, dengan mean sebesar 1,2448 serta standar deviasi sebesar 0,62135. Standar deviasi yang lebih rendah jika dibandingkan dengan mean mengindikasikan adanya varians data antara nilai minimum dan maksimum.

3.1.2 Uji Normalitas

Uji One-Sample Kolmogorov-Smirnov dilaksanakan untuk memastikan nilai residual dalam penelitian bersifat normal, sesuai syarat nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)* harus melebihi 0,05. Dari hasil pengujian pada 120 sampel awal, data diketahui belum berdistribusi normal. Oleh sebab itu, peneliti menguji kembali dengan memisahkan sampel berdasarkan tiga kategori Z-Score, yaitu *distress zone*, *grey zone*, dan *safe zone*. Pemisahan tersebut dilakukan menggunakan metode *select cases if* sehingga setiap kategori dianalisis secara terpisah, bukan terhadap keseluruhan sampel. Selain itu, peneliti juga melakukan transformasi data menggunakan LOG10 pada variabel dependen.

Tabel 2. Hasil Uji Normalitas *Distress Zone*

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test		
		Unstandardized Residual
N		25
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	,0000000
	Std. Deviation	,11022099
Most Extreme Differences	Absolute	,128
	Positive	,128
	Negative	-,127
Test Statistic		,128
Asymp. Sig. (2-tailed)		,200 ^{c,d}

Tabel 3. Hasil Uji Normalitas *Grey Zone*

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test		
		Unstandardized Residual
N		18
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	,0000000
	Std. Deviation	,10497652
Most Extreme Differences	Absolute	,072
	Positive	,049
	Negative	-,072
Test Statistic		,072
Asymp. Sig. (2-tailed)		,200 ^{c,d}

Tabel 4. Hasil Uji Normalitas *Safe Zone*

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test		
		Unstandardized Residual
N		77
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	,0000000
	Std. Deviation	,21438691
Most Extreme Differences	Absolute	,073
	Positive	,061
	Negative	-,073

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test	
	Unstandardized Residual
Test Statistic	,073
Asymp. Sig. (2-tailed)	,200 ^{c,d}

Mengacu pada Tabel 2, 3, dan 4 hasil One-Sample Kolmogorov-Smirnov, didapatkan *Asymp. Sig. (2-tailed)* 0,200 > 0,05. Oleh karena itu, masing-masing kelompok sampel dinyatakan memiliki distribusi normal.

3.1.3 Uji Autokorelasi

Durbin-Watson diterapkan agar bisa mendeteksi keterkaitan antara nilai variabel pada masa sekarang dengan nilai variabel pada masa sebelumnya (*lag*), dengan memenuhi kriteria $-2 < D-W < +2$ (Juliandi et al., 2018).

Tabel 5. Hasil Uji Autokorelasi *Distress Zone*

Model Summary ^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,578 ^a	,335	,202	,12074	1,439

Pada Tabel 5 kelompok *distress zone*, dihasilkan *Durbin-Watson* sebesar 1,439 yang termasuk rentang $-2 < 1,439 < +2$.

Tabel 6. Hasil Uji Autokorelasi *Grey Zone*

Model Summary ^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,796 ^a	,633	,521	,12005	1,756

Selanjutnya, pada Tabel 6 kelompok *grey zone*, hasil pengolahan memperlihatkan *Durbin-Watson* sebesar 1,756 yang juga masuk pada rentang $-2 < 1,756 < +2$.

Tabel 7. Hasil Uji Autokorelasi *Safe Zone*

Model Summary ^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,568 ^a	,323	,285	,22026	1,108

Demikian pula pada Tabel 7 kelompok *safe zone*, didapat *Durbin-Watson* sebesar 1,108. Nilai D-W tersebut masuk pada kisaran $-2 < 1,108 < +2$, maka di ambil simpulan bahwasanya model regresi tidak memunculkan autokorelasi.

3.1.4 Uji Multikolinearitas

Multikolinearitas diuji untuk mengetahui apakah terdapat korelasi yang tinggi antar variabel independen dalam model regresi. Keberadaan multikolinearitas ditentukan berdasarkan nilai *Tolerance* dan VIF (*Variance Inflation Factor*). Model dianggap bebas multikolinearitas jika *Tolerance* > 0,10 dan VIF < 10,00.

Tabel 8. Hasil Uji Multikolinearitas *Distress Zone*

Model		Coefficients ^a						
		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	,826	,407		2,030	,056		
	Z Score	,011	,014	,165	,810	,428	,801	1,248
	Current Ratio	-,211	,085	-,528	-	,022	,739	1,354
	Debt to Equity Ratio	,021	,020	,206	1,023	,319	,822	1,217
	LN Arus Kas Operasi	-,025	,014	-,364	-	,100	,747	1,338
					1,727			

Dalam Tabel 8 kelompok *distress zone*, masing-masing variabel menunjukkan nilai *Tolerance* sebesar 0,801 (X1), 0,739 (X2), 0,822 (X3), dan 0,747 (X4), yang berada di atas 0,10. Selain itu, nilai VIF tiap variabel sebesar 1,248 (X1), 1,354 (X2), 1,217 (X3), dan 1,338 (X4), yang seluruhnya berada di bawah 10,00.

Tabel 9. Hasil Uji Multikolinearitas *Grey Zone*

Model		Coefficients ^a						
		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	1,171	,485		2,417	,031		

Model	Unstandardized Coefficients		Coefficients ^a		t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Standardized Coefficients				Tolerance	VIF
			Beta					
Z Score	-,277	,074	-,679		-	,002	,867	1,153
Current Ratio	,032	,124	,048		,261	,798	,853	1,172
Debt to Equity Ratio	-,127	,054	-,414		-	,035	,912	1,096
LN Arus Kas Operasi	-,021	,017	-,226		-	,234	,863	1,159
					1,249			

Hasil uji pada Tabel 9 kelompok *grey zone* memperlihatkan bahwa nilai *Tolerance* untuk variabel X1 hingga X4 seluruhnya melebihi 0,10, yakni 0,867 (X1), 0,853 (X2), 0,912 (X3), dan 0,863 (X4). Selain itu, setiap variabel juga menunjukkan nilai VIF yang kurang dari 10,00, yaitu 1,153 (X1), 1,172 (X2), 1,096 (X3), dan 1,159 (X4).

Tabel 10. Hasil Uji Multikolinearitas *Safe Zone*

Model	Unstandardized Coefficients		Coefficients ^a		t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Standardized Coefficients				Tolerance	VIF
			Beta					
1 (Constant)	1,113	,333			3,347	,001		
Z Score	,094	,036	,777		2,636	,010	,108	9,225
Current Ratio	-,038	,056	-,152		-,671	,504	,183	5,459
Debt to Equity Ratio	,529	,105	,771		5,032	,000	,401	2,497
LN Arus Kas Operasi	-,070	,016	-,584		-	,000	,516	1,939
					4,327			

Kemudian, seluruh variabel independen pada Tabel 10 kelompok *safe zone* menunjukkan nilai *Tolerance* yang lebih tinggi dari 0,10, yakni 0,108 (X1), 0,183 (X2), 0,401 (X3), dan 0,516 (X4). Nilai VIF pada tiap variabel semuanya lebih rendah dari 10,00, yaitu 9,225 (X1), 5,459 (X2), 2,497 (X3), dan 1,939 (X4). Secara keseluruhan, tidak terdapat keterkaitan yang tinggi antar variabel independen pada ketiga kelompok, maka model regresi bebas dari multikolinearitas.

3.1.5 Uji Heteroskedastisitas

Penelitian ini menerapkan uji *Spearman Rho* dengan mengkorelasikan setiap variabel independen terhadap nilai residual. Model regresi tidak muncul indikasi heteroskedastisitas ketika nilai p-value berada di atas 0,05.

Tabel 11. Hasil Uji Heteroskedastisitas *Distress Zone*

			Correlations				Unstandardized Residual
			Z Score	Current Ratio	Debt to Equity Ratio	LN Arus Kas Operasi	
Spearman's rho	Z Score	Correlation	1,000	,288	-,342	,122	,129
		Coefficient					
		Sig. (2-tailed)		,163	,094	,563	,538
		N	25	25	25	25	25
	Current Ratio	Correlation	,288	1,000	-,198	-,372	-,086
		Coefficient					
		Sig. (2-tailed)	,163		,342	,067	,682
		N	25	25	25	25	25
	Debt to Equity Ratio	Correlation	-,342	-,198	1,000	-,132	,041
		Coefficient					
		Sig. (2-tailed)	,094	,342		,531	,847
		N	25	25	25	25	25
LN Arus Kas Operasi	Correlation	,122	-,372	-,132	1,000	,129	
	Coefficient						
	Sig. (2-tailed)	,563	,067	,531		,538	
	N	25	25	25	25	25	
Unstandardized Residual	Correlation	,129	-,086	,041	,129	1,000	
	Coefficient						
	Sig. (2-tailed)	,538	,682	,847	,538		
	N	25	25	25	25	25	

Pada Tabel 11 kelompok *distress zone*, nilai p-value sebesar 0,538 (X1), 0,682 (X2), 0,847 (X3), serta 0,538 (X4), yang seluruhnya lebih besar dari 0,05.

Tabel 12. Hasil Uji Heteroskedastisitas *Grey Zone*

			Correlations				
			Z Score	Current Ratio	Debt to Equity Ratio	LN Arus Kas Operasi	Unstandardized Residual
Spearman's rho	Z Score	Correlation	1,000	-,157	-,051	,063	-,146
		Coefficient					
		Sig. (2-tailed)	.	,534	,842	,804	,564
		N	18	18	18	18	18
	Current Ratio	Correlation	-,157	1,000	,112	-,207	-,030
		Coefficient					
		Sig. (2-tailed)	,534	.	,657	,409	,906
		N	18	18	18	18	18
	Debt to Equity Ratio	Correlation	-,051	,112	1,000	,148	-,158
		Coefficient					
		Sig. (2-tailed)	,842	,657	.	,559	,531
		N	18	18	18	18	18
	LN Arus Kas Operasi	Correlation	,063	-,207	,148	1,000	-,061
		Coefficient					
		Sig. (2-tailed)	,804	,409	,559	.	,810
		N	18	18	18	18	18
	Unstandardized Residual	Correlation	-,146	-,030	-,158	-,061	1,000
		Coefficient					
		Sig. (2-tailed)	,564	,906	,531	,810	.
		N	18	18	18	18	18

Selanjutnya, pada Tabel 12 kelompok *grey zone*, nilai p-value tercatat sebesar 0,564 (X1), 0,906 (X2), 0,531 (X3), serta 0,810 (X4), yang juga berada di atas 0,05.

Tabel 13. Hasil Uji Heteroskedastisitas *Safe Zone*

			Correlations				
			Z Score	Current Ratio	Debt to Equity Ratio	LN Arus Kas Operasi	Unstandardized Residual
Spearman's rho	Z Score	Correlation	1,000	,816**	-,489**	,343**	,000
		Coefficient					
		Sig. (2-tailed)	.	,000	,000	,002	1,000
		N	77	77	77	77	77
	Current Ratio	Correlation	,816**	1,000	-,266*	,196	,003
		Coefficient					
		Sig. (2-tailed)	,000	.	,019	,087	,981
		N	77	77	77	77	77
	Debt to Equity Ratio	Correlation	-	-,266*	1,000	,187	,129
		Coefficient					
		Sig. (2-tailed)	,489**	,000	,019	.	,264
		N	77	77	77	77	77
	LN Arus Kas Operasi	Correlation	,343**	,196	,187	1,000	-,010
		Coefficient					
		Sig. (2-tailed)	,002	,087	,102	.	,934
		N	77	77	77	77	77
	Unstandardized Residual	Correlation	,000	,003	,129	-,010	1,000
		Coefficient					
		Sig. (2-tailed)	1,000	,981	,264	,934	.
		N	77	77	77	77	77

Demikian pula pada Tabel 13 kelompok *safe zone*, p-value sebesar 1,000 (X1), 0,981 (X2), 0,264 (X3), serta 0,934 (X4) menunjukkan nilai yang lebih besar dari 0,05. Secara keseluruhan, pengujian melalui *Spearman Rho* pada ketiga kelompok Z-Score memberi hasil bahwasanya model regresi tidak menunjukkan tanda-tanda heteroskedastisitas.

3.1.6 Analisis Regresi Linear Berganda

Regresi linear berganda diterapkan guna memahami kaitan antara variabel independen dan variabel dependen serta memprediksi nilai variabel dependen.

Tabel 14. Hasil Regresi Linear Berganda *Distress Zone*

Model	Coefficients ^a			t	Sig.
	Unstandardized Coefficients B	Std. Error	Standardized Coefficients Beta		
1 (Constant)	,826	,407		2,030	,056
Z Score	,011	,014	,165	,810	,428
Current Ratio	-,211	,085	-,528	-2,487	,022
Debt to Equity Ratio	,021	,020	,206	1,023	,319
LN Arus Kas Operasi	-,025	,014	-,364	-1,727	,100

Dari analisis pada Tabel 14, model regresi yang diperoleh dinyatakan dalam persamaan di bawah ini:

$$Y = 0,826 + 0,000X_1 - 0,211X_2 + 0,000X_3 - 0,000X_4 + \epsilon_i$$

Nilai konstanta (α) sebesar 0,826 menunjukkan bahwa apabila seluruh variabel independen dianggap bernilai nol, maka *value of the firm* memiliki nilai sebesar 0,826. Variabel utama Z-Score (X1) memiliki nilai koefisien regresi sebesar 0,000 karena variabel ini tidak berpengaruh secara statistik, sehingga perubahan pada Z-Score belum mampu menjelaskan perubahan pada *value of the firm*. *Current Ratio* (X2) memiliki nilai koefisien regresi sebesar -0,211 yang bernilai negatif. Hal itu berarti apabila *Current Ratio* meningkat sebesar satu satuan, maka *value of the firm* akan menurun sebesar 0,211, dengan asumsi variabel lain tetap. DER (X3) memiliki nilai koefisien regresi sebesar 0,000 karena variabel ini tidak berpengaruh secara statistik, sehingga perubahan pada DER belum mampu menjelaskan perubahan pada *value of the firm*. Arus Kas Operasi (X4) memiliki nilai koefisien regresi sebesar 0,000 karena variabel ini tidak berpengaruh secara statistik, sehingga perubahan pada arus kas operasi tidak dapat menjelaskan perubahan pada *value of the firm*.

Tabel 15. Hasil Regresi Linear Berganda *Grey Zone*

Model	Coefficients ^a			t	Sig.
	Unstandardized Coefficients B	Std. Error	Standardized Coefficients Beta		
1 (Constant)	1,171	,485		2,417	,031
Z Score	-,277	,074	-,679	-3,766	,002
Current Ratio	,032	,124	,048	,261	,798
Debt to Equity Ratio	-,127	,054	-,414	-2,352	,035
LN Arus Kas Operasi	-,021	,017	-,226	-1,249	,234

Merujuk dari Tabel 15, persamaan regresi linear berganda ditampilkan pada rumus berikut:

$$Y = 1,171 - 0,277X_1 + 0,000X_2 - 0,127X_3 - 0,000X_4 + \epsilon_i$$

Nilai konstanta (α) sebesar 1,171 mengungkapkan bahwa jika semua variabel independen dianggap bernilai nol, maka *value of the firm* memiliki nilai sebesar 1,171. Z-Score (X1) mempunyai nilai koefisien regresi sebesar -0,277 yang bernilai negatif. Artinya, apabila Z-Score meningkat sebesar satu satuan, maka *value of the firm* akan menurun sebesar 0,277, dengan asumsi variabel lain tetap. *Current Ratio* (X2) mempunyai nilai koefisien regresi sebesar 0,000 karena variabel ini tidak berpengaruh secara statistik, sehingga perubahan *Current Ratio* belum mampu menjelaskan perubahan pada *value of the firm*. DER (X3) mempunyai nilai koefisien regresi sebesar -0,127 yang bernilai negatif. Hal ini diartikan apabila DER meningkat sebesar satu satuan, maka *value of the firm* akan menurun sebesar 0,127, dengan asumsi variabel lain tetap. Arus Kas Operasi (X4) mempunyai nilai koefisien regresi sebesar 0,000 karena variabel ini tidak berpengaruh secara statistik, sehingga perubahan pada arus kas operasi belum dapat menunjukkan perubahan pada *value of the firm*.

Tabel 16. Hasil Regresi Linear Berganda *Safe Zone*

Model	Coefficients ^a			t	Sig.
	Unstandardized Coefficients B	Std. Error	Standardized Coefficients Beta		
1 (Constant)	1,113	,333		3,347	,001
Z Score	,094	,036	,777	2,636	,010
Current Ratio	-,038	,056	-,152	-,671	,504

Debt to Equity Ratio	,529	,105	,771	5,032	,000
LN Arus Kas Operasi	-,070	,016	-,584	-4,327	,000

Hasil regresi linear berganda pada Tabel 16 selanjutnya dimasukkan ke dalam rumus berikut:

$$Y = 1,113 + 0,094X_1 - 0,000X_2 + 0,529X_3 - 0,070X_4 + \epsilon_i$$

Nilai konstanta (α) sebesar 1,113 menggambarkan bahwa apabila seluruh variabel independen dianggap bernilai nol, maka *value of the firm* memiliki nilai sebesar 1,113. Z-Score (X1) mengandung nilai koefisien regresi sebesar 0,094 yang bernilai positif. Hal tersebut mengindikasikan apabila Z-Score meningkat sebesar satu satuan, maka *value of the firm* akan meningkat sebesar 0,094, dengan asumsi variabel lain tetap. *Current Ratio* (X2) mengandung nilai koefisien regresi sebesar 0,000 karena variabel ini tidak berpengaruh secara statistik, sehingga perubahan pada *Current Ratio* belum mampu menjelaskan perubahan pada *value of the firm*. DER (X3) mengandung nilai koefisien regresi sebesar 0,529 yang bernilai positif. Hal ini diartikan apabila DER meningkat sebesar satu satuan, maka *value of the firm* akan meningkat sebesar 0,529, dengan asumsi variabel lain tetap. Arus Kas Operasi (X4) mengandung nilai koefisien regresi sebesar -0,070 yang bernilai negatif. Hal tersebut memiliki arti apabila arus kas operasi meningkat sebesar satu satuan, maka *value of the firm* akan menurun sebesar 0,070, dengan asumsi variabel lain tetap.

3.1.7 Uji F

Melalui uji F, pengaruh bersama variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen dapat dianalisis. Model regresi dinyatakan signifikan apabila p-value berada di bawah 0,05.

Tabel 17. Hasil Uji F Distress Zone

		ANOVA ^a				
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,147	4	,037	2,515	,074 ^b
	Residual	,292	20	,015		
	Total	,438	24			

Dari Tabel 17 uji F di atas, terlihat bahwa p-value mencapai 0,074 yang lebih tinggi dari batas 0,05. Hal tersebut menandakan keempat variabel independen dalam *distress zone* tidak berpengaruh terhadap *value of the firm*.

Tabel 18. Hasil Uji F Grey Zone

		ANOVA ^a				
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,324	4	,081	5,617	,008 ^b
	Residual	,187	13	,014		
	Total	,511	17			

Nilai p-value pada Tabel 18 sebesar $0,000 < 0,05$ memperkuat pernyataan mengenai model regresi dengan melibatkan Z-Score (X1), *current ratio* (X2), *debt to equity ratio* (X3), dan arus kas operasi (X4) pada kelompok ini memberikan kontribusi dalam memengaruhi *value of the firm* (Y).

Tabel 19. Hasil Uji F Safe Zone

		ANOVA ^a				
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1,663	4	,416	8,571	,000 ^b
	Residual	3,493	72	,049		
	Total	5,156	76			

Hasil uji ANOVA dalam Tabel 19 kelompok *safe zone* menunjukkan p-value $0,000 < 0,05$. Maka disimpulkan bahwa model hubungan linear pengaruh Z-Score (X1), *current ratio* (X2), *debt to equity ratio* (X3), dan arus kas operasi (X4) terhadap *value of the firm* (Y) adalah signifikan.

3.1.8 Uji T

Uji T dalam penelitian berfungsi agar dapat menilai setiap variabel independen secara tersendiri dalam memberikan pengaruh pada variabel dependen, dengan asumsi variabel independen lainnya konstan. Suatu variabel dikatakan memiliki pengaruh ketika p-value $< 0,05$.

Tabel 20. Hasil Uji T Distress Zone

		Coefficients ^a		T	Sig.
Model		Unstandardized Coefficients	Standardized Coefficients		
		B	Std. Error		
1	(Constant)	,826	,407	2,030	,056

Model	Coefficients ^a			T	Sig.
	Unstandardized Coefficients B	Std. Error	Standardized Coefficients Beta		
Z Score	,011	,014	,165	,810	,428
Current Ratio	-,211	,085	-,528	-2,487	,022
Debt to Equity Ratio	,021	,020	,206	1,023	,319
LN Arus Kas Operasi	-,025	,014	-,364	-1,727	,100

Merujuk pada *output* Tabel 20, di simpulkan bahwa: Z-Score menghasilkan p-value sebesar 0,428 > 0,05, sehingga Z-Score tidak berpengaruh terhadap *value of the firm*. *Current ratio* menghasilkan p-value sebesar 0,022 < 0,05 dengan koefisien t bernilai negatif, sehingga *current ratio* berpengaruh negatif terhadap *value of the firm*. DER menghasilkan p-value sebesar 0,319 > 0,05, sehingga DER tidak berpengaruh terhadap *value of the firm*. Arus kas operasi menghasilkan p-value sebesar 0,100 > 0,05, sehingga arus kas operasi tidak berpengaruh terhadap *value of the firm*.

Tabel 21. Hasil Uji T Grey Zone

Model	Coefficients ^a			t	Sig.
	Unstandardized Coefficients B	Std. Error	Standardized Coefficients Beta		
1 (Constant)	1,171	,485		2,417	,031
Z Score	-,277	,074	-,679	-3,766	,002
Current Ratio	,032	,124	,048	,261	,798
Debt to Equity Ratio	-,127	,054	-,414	-2,352	,035
LN Arus Kas Operasi	-,021	,017	-,226	-1,249	,234

Dari *output* pada Tabel 21 kelompok *grey zone* tersebut, diperoleh kesimpulan sebagai berikut: Z-Score menghasilkan p-value sebesar 0,002 < 0,05 dengan koefisien t bernilai negatif, sehingga Z-Score berpengaruh negatif terhadap *value of the firm*. *Current ratio* menghasilkan p-value sebesar 0,798 > 0,05, sehingga *current ratio* tidak berpengaruh terhadap *value of the firm*. DER menghasilkan p-value sebesar 0,035 < 0,05 dengan koefisien t bernilai negatif, sehingga DER berpengaruh negatif terhadap *value of the firm*. Arus kas operasi menghasilkan p-value sebesar 0,234 > 0,05, sehingga arus kas operasi tidak berpengaruh terhadap *value of the firm*.

Tabel 22. Hasil Uji T Safe Zone

Model	Coefficients ^a			t	Sig.
	Unstandardized Coefficients B	Std. Error	Standardized Coefficients Beta		
1 (Constant)	1,113	,333		3,347	,001
Z Score	,094	,036	,777	2,636	,010
Current Ratio	-,038	,056	-,152	-,671	,504
Debt to Equity Ratio	,529	,105	,771	5,032	,000
LN Arus Kas Operasi	-,070	,016	-,584	-4,327	,000

Mengacu dari *output* Tabel 22 yang telah di dapatkan, secara keseluruhan di simpulkan: Z-Score menghasilkan p-value sebesar 0,010 < 0,05 dengan koefisien t bernilai positif, sehingga Z-Score berpengaruh positif terhadap *value of the firm*. *Current ratio* menghasilkan p-value sebesar 0,504 > 0,05, sehingga *current ratio* tidak berpengaruh terhadap *value of the firm*. DER menghasilkan p-value sebesar 0,000 < 0,05 dengan koefisien t bernilai positif, sehingga DER berpengaruh positif terhadap *value of the firm*. Arus kas operasi menghasilkan p-value sebesar 0,000 < 0,05 dengan koefisien t bernilai negatif, sehingga arus kas operasi berpengaruh negatif terhadap *value of the firm*.

3.2 Pembahasan

3.2.1 Analisis Z-Score dalam Memprediksi Financial Distress

Z-Score digunakan sebagai alat untuk mengukur dan mengklasifikasikan tingkat kesehatan keuangan perusahaan sektor *consumer cyclicals* yang tercatat di Bursa Efek Indonesia periode pengamatan 2022 hingga 2024. Hasil pengelompokan memperlihatkan bahwa sebagian besar perusahaan pada sektor ini berada pada kategori *safe zone*, yaitu sebanyak 26 perusahaan. Kondisi ini mencerminkan bahwa secara umum perusahaan berada dalam posisi keuangan yang kuat serta risiko kebangkrutan yang rendah. Namun demikian, perusahaan tetap perlu meningkatkan kinerjanya agar tidak masuk ke dalam *grey zone* maupun *distress zone*. Di sisi lain, terdapat 11 perusahaan yang termasuk dalam *distress zone*, yang menunjukkan risiko *financial distress* tinggi, serta 3 perusahaan berada pada *grey zone* yang menandakan kondisi keuangan perlu diwaspadai dan ditingkatkan. Temuan ini mendukung penelitian Patriya et al., (2025) dan Falakhudin et al., (2025) yang menegaskan efektivitas model Altman Z-Score dalam mengidentifikasi kesulitan finansial perusahaan. Z-Score dapat menjadi sinyal peringatan dini bagi investor maupun manajemen. Bagi investor, nilai Z-Score dapat menjadi bahan pertimbangan dalam memilih saham yang akan diinvestasikan karena kondisi kesehatan keuangan perusahaan pada akhirnya tercermin dalam harga saham. Sementara itu, bagi manajemen, hasil Z-Score dapat menjadi

dasar evaluasi dalam menjalankan strategi bisnis agar kinerja perusahaan tetap stabil dan terhindar dari risiko kesulitan keuangan.

3.2.2 Pengaruh Z-Score dalam Memprediksi *Value of the Firm* pada Perusahaan *Distress Zone*

Penelitian ini menyiratkan hasil bahwa Z-Score tidak mampu memprediksi *value of the firm* pada perusahaan sektor *consumer cyclicals* yang berada dalam *distress zone* selama 2022 hingga 2024, sehingga hipotesis penelitian tidak didukung oleh data. Nilai p-value sebesar 0,428 ($> 0,05$) menunjukkan bahwa pelaku pasar tidak merespons informasi Z-Score ketika perusahaan berada pada tingkat risiko kebangkrutan yang tinggi. Informasi mengenai risiko kebangkrutan seharusnya menjadi sinyal negatif bagi investor. Namun, pada perusahaan *distress zone*, informasi mengenai tingginya risiko kebangkrutan bukan lagi merupakan sinyal baru. Kondisi *distress* kemungkinan telah teridentifikasi sebelumnya melalui laporan keuangan, penurunan kinerja, atau reaksi pasar yang tercermin dalam harga saham, sehingga perubahan Z-Score tidak mampu untuk merubah penilaian pasar pada nilai perusahaan. Hasil ini menguatkan pendapat Heling & Lastanti (2024) bahwa *financial distress* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Sinyal *financial distress* tidak direspons oleh investor karena tertutupi oleh faktor lain yang dianggap lebih relevan untuk memengaruhi nilai perusahaan.

3.2.3 Pengaruh Z-Score dalam Memprediksi *Value of the Firm* pada Perusahaan *Grey Zone*

Penelitian ini menyiratkan hasil bahwa Z-Score berpengaruh negatif terhadap *value of the firm* pada perusahaan sektor *consumer cyclicals* yang berada dalam *grey zone* selama 2022 hingga 2024, sehingga hipotesis penelitian didukung oleh data. Nilai p-value sebesar 0,002 ($< 0,05$) dengan koefisien negatif menandakan bahwa setiap kenaikan Z-Score justru diikuti oleh penurunan nilai perusahaan. Artinya, dalam kategori ini, pergerakan Z-Score belum mampu meningkatkan nilai perusahaan dan justru berkorelasi terbalik dengan penurunan nilai perusahaan di pasar modal. Temuan tersebut tidak mendukung teori sinyal dan teori agensi yang berasumsi bahwa perbaikan kondisi keuangan akan meningkatkan keyakinan pemegang saham terhadap kinerja manajemen. Dalam kondisi *grey zone*, investor menilai bahwa manajemen masih menghadapi tantangan dalam menjaga stabilitas kinerja sehingga ditafsirkan sebagai sinyal yang kurang baik (*bad news*) sebab keadaan keuangan belum benar-benar aman. Hasil penelitian ini menguatkan temuan Hermuningsih et al., (2022) dan Sudarma & Sari (2020) yang mengatakan kondisi keuangan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Namun demikian, terdapat perbedaan dalam penekanan interpretasi variabel. Penelitian sebelumnya menggunakan kenaikan *financial distress* sebagai tanda turunnya nilai perusahaan, sedangkan penelitian ini justru menemukan bahwa kenaikan nilai Z-Score belum mampu meningkatkan nilai perusahaan.

3.2.4 Pengaruh Z-Score dalam Memprediksi *Value of the Firm* pada Perusahaan *Safe Zone*

Penelitian ini menyiratkan hasil bahwa Z-Score berpengaruh positif terhadap *value of the firm* pada perusahaan sektor *consumer cyclicals* yang berada dalam *safe zone* selama 2022 hingga 2024, sehingga hipotesis penelitian didukung oleh data. Nilai p-value sebesar 0,010 ($< 0,05$) dengan koefisien positif mengindikasikan bahwa setiap kenaikan Z-Score akan diikuti oleh peningkatan nilai perusahaan. Artinya, pelaku pasar mampu menginterpretasikan informasi Z-Score secara rasional dan menjadikannya sebagai pertimbangan dalam aktivitas investasi. Temuan tersebut konsisten dengan teori agensi dan teori sinyal yang melandasi penelitian ini. Dalam teori agensi, manajemen sebagai *agent* berkewajiban untuk mengelola perusahaan dengan cara yang dapat melindungi kepentingan pemegang saham sebagai *principal*. Ketika perusahaan berada dalam *safe zone*, investor menilai bahwa manajemen bekerja secara profesional dan sejalan dengan tujuan *principal*. Z-Score yang tinggi juga menjadi sinyal positif karena menggambarkan kondisi keuangan yang sehat dan risiko kebangkrutan yang rendah. Hasil penelitian ini menguatkan sebagian besar studi sebelumnya yang mengungkapkan Z-Score berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Menurut Yana & Purwanto (2022) dan Bhimavarapu et al., (2023), perusahaan dengan Z-Score yang tinggi cenderung dihargai lebih tinggi oleh pasar. Temuan serupa dikemukakan oleh Witjaksone (2020) yang menunjukkan bahwa informasi mengenai *financial distress* menjadi faktor pertimbangan utama bagi investor dalam menentukan penilaian terhadap perusahaan, dibanding indikator lain.

4. KESIMPULAN

Penelitian ini menegaskan bahwasanya Z-Score mampu memprediksi *financial distress* sekaligus menjelaskan pembentukan *value of the firm* pada perusahaan *consumer cyclicals* di BEI periode 2022-2024. Sebagian besar perusahaan berada dalam *safe zone*, meskipun masih terdapat perusahaan dalam *distress zone* dan *grey zone* yang menunjukkan adanya risiko kesulitan keuangan. Pada perusahaan *distress zone*, Z-Score tidak berpengaruh terhadap *value of the firm* karena risiko kebangkrutan telah lebih dahulu diantisipasi oleh pasar. Pada perusahaan *grey zone*, Z-Score berpengaruh negatif terhadap *value of the firm*, yang mengindikasikan bahwasanya meskipun terjadi peningkatan skor, kondisi keuangan yang belum sepenuhnya stabil tetap dipersepsikan mengandung risiko. Sementara itu, pada perusahaan *safe zone*, Z-Score berpengaruh positif terhadap *value of the firm* karena kondisi keuangan yang sehat dipandang sebagai sinyal positif yang dapat meningkatkan kepercayaan pasar. Penelitian terbatas hanya pada sektor *consumer cyclicals* di BEI sehingga hasilnya belum dapat digeneralisasi ke sektor lain dan juga hanya memanfaatkan Altman Z-Score tanpa membandingkannya dengan metode lain. Disarankan agar penelitian berikutnya memperluas sektor dan periode penelitian guna menguji konsistensi hasil, khususnya terkait temuan Z-Score tidak berpengaruh terhadap *value of the firm* pada *distress zone*. Pengujian pada sektor atau kondisi pasar yang berbeda penting dilakukan untuk mengetahui apakah hasil

tersebut dipengaruhi oleh karakteristik industri tertentu. Tidak hanya itu, peneliti dapat menambahkan variabel atau membandingkan Altman Z-Score dengan metode prediksi lainnya agar hasilnya lebih komprehensif.

REFERENCES

- Anggraeni, R. (2020). *Menteri Suharso Sebut Pandemi Bikin Bisnis Global Tertekan dan Ciptakan Kemiskinan*. SindoNews. <https://ekbis.sindonews.com/read/263016/33/menteri-suharso-sebut-pandemi-bikin-bisnis-global-tertekan-dan-ciptakan-kemiskinan-1607566331>
- Bhimavarapu, V. M., Rastogi, S., Kanoujiya, J., & Rawal, A. (2023). Repercussion of Financial Distress and Corporate Disclosure on the Valuation of Non-Financial Firms in India. *Future Business Journal*, 9(1), 1–19. <https://doi.org/10.1186/s43093-023-00248-7>
- Chandrayanti, D. I. T., Anggraini, M. D., & Hadya, R. (2025). *Buku Ajar Manajemen Keuangan Lanjutan*. CV. Mitra Edukasi Negeri. <https://books.google.co.id/books?id=v6tVEQAAQBAJ>
- Falakhudin, A., Amanda Yadiari, P., & Pramana, I. G. N. A. A. (2025). Financial Distress yang Persisten Pada Perusahaan Media di Indonesia: Analisis Altman Z-Score dan Ohlson O-Score Pada PT Mahaka Media Tbk. *Pendas: Jurnal Ilmiah Pendidikan Dasar*, 10(04), 211–229. <https://doi.org/10.23969/jp.v10i04.40147>
- Fridagustina Adnantara, K. (2021). Niat Investor di Bali Dalam Memilih Saham di Masa Pandemi COVID-19. *JUARA (Jurnal Riset Akuntansi)*, 11(2), 227–242. <https://doi.org/10.36733/juara.v11i2.2835>
- Heling, P., & Lastanti, H. S. (2024). The Influence of Financial Distress, Earnings Management, and Financial Performance on Firm Value with Good Corporate Governance as a Moderating Variable. *Eduvest - Journal of Universal Studies*, 4(10), 9375–9393. <https://doi.org/10.59188/eduvest.v4i10.1494>
- Hendrayanti, S. (2024). *Manajemen Keuangan Lanjutan*. Penerbit NEM. <https://books.google.co.id/books?id=UHsvEQAAQBAJ>
- Hermuningsih, S., Kusuma, H., Erawati, T., & Rahmawati, A. D. (2022). Fundamental Aspects of Leverage, Profitability and Financial Distress as Mediating Variables That Influence Firm Value. *Jurnal Akuntansi & Auditing Indonesia*, 26(2), 130–144. <https://doi.org/10.20885/jaai.vol26.iss2.art3>
- Hu, Y., Qi, Z., Wang, D., & Wu, Y. (2022). Empirical Analysis of the Relationship Between Altman's Z-Score and Stock Performance Based on Airline Companies Listed in the United States. *Proceedings of Business and Economic Studies*, 5(6), 51–58. <https://doi.org/10.26689/pbes.v5i6.4529>
- Juliandi, A., Irfan, Manurung, S., & Satriawan, B. (2018). *Mengolah Data Penelitian Bisnis Dengan SPSS*. <https://books.google.co.id/books?id=X8xwDwAAQBAJ>
- Krisdiana, K. N., & Meidiaswati, H. (2022). Kebijakan Cash Holding pada Perusahaan Sektor Consumer Cyclical di Indonesia. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 12(3), 747–763. <https://doi.org/10.26740/jim.v12n3.p747-763>
- Marjohan, D. M. (2022). *Manajemen Keuangan: Mengatur Keuangan Bidang Industri, Kepemimpinan dan Kewirausahaan*. Jakad Media Publishing. <https://books.google.co.id/books?id=hDanEAAAQBAJ>
- OJK. (2021). Capital Market Fact Book 2021. *Otoritas Jasa Keuangan*, 1–79. <https://www.ojk.go.id/id/Statistik/Pasar-Modal/Laporan-Tahunan/Pages/Capital-Market-Fact-Book-2021.aspx>
- OJK. (2022). Capital Market Fact Book 2022. *Otoritas Jasa Keuangan*, 1–119. <https://ojk.go.id/en/Statistik/Pasar-Modal/Laporan-Tahunan/Pages/Capital-Market-Fact-Book-2022.aspx>
- OJK. (2024). Capital Market, Financial Derivative, and Carbon Exchange Fact Book 2024. *Otoritas Jasa Keuangan*. <https://www.ojk.go.id/en/Publikasi/Roadmap-dan-Pedoman/Pasar-Modal/Pages/Fact-Book-Capital-Market-2024.aspx>
- Patriya, E., Handayani, & Arianty, R. (2025). Digitalisasi Model Altman Z-Score untuk Prediksi Financial Distress Perusahaan Negara Non-Manufaktur Berbasis Data Mining. *DECODE: Jurnal Pendidikan Teknologi Informasi*, 5(2), 403–415. <https://doi.org/10.51454/decode.v5i2.1173>
- Pujiono, D., Wildan, D. M. A., Kusumaningtiyas, D. R., & Putra, R. (2023). *Konsep Populasi dan Sampel dengan Pendekatan Statistika*. [https://repository.unesa.ac.id/sysop/files/2023-05-06_BKO Ref_PJO.pdf](https://repository.unesa.ac.id/sysop/files/2023-05-06_BKO%20Ref_PJO.pdf)
- Pujiono, Radityo, E., Kusumaningtiyas, R., & Putra, R. (2023). An Overview Fair Play Regulation in England Premier League: Accounting Information for Leverage and Financial Distress to Conservatism. *Cogent Business and Management*, 10(1), 1–10. <https://doi.org/10.1080/23311975.2023.2164996>
- Putri, R. A., & Isbanah, Y. (2020). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Keputusan Investasi pada Investor Saham di Surabaya. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 8(1), 197–209. <https://ejournal.unesa.ac.id/index.php/jim/article/view/30746>
- Ridwan, A., Rahmani, D. A., Kalsum, U., Jaya, A., Fattah, I. A., Puspita, N. M. A. M., Qalsum, A. T. U., Ulfah, F., Siregar, D. R., & Fikri, M. (2025). *Manajemen Investasi*. PT Penerbit Qriset Indonesia. <https://books.google.co.id/books?id=Nc2cEQAAQBAJ>
- Setiawati, S. (2025). *Puluhan Emiten Delisting dalam 5 Tahun Terakhir, Ini Daftarnya!* CNBC Indonesia. <https://www.cnbcindonesia.com/research/20250722174150-128-651304/puluhan-emiten-delisting-dalam-5-tahun-terakhir-ini-daftarnya>
- Sudarma, I. P., & Sari, M. M. R. (2020). Financial Distress, Growth Opportunities, and Dividend Policy on Firm Value Through Company Hedging Policies. *International Research Journal of Management, IT & Social Sciences*, 8(1), 47–59. <https://doi.org/10.21744/irjmis.v8n1.1054>
- Weni, D., Kamaliah, K., & Savitri, E. (2024). Pengaruh Financial Distress dan Firm Size terhadap Nilai Perusahaan dengan Profitabilitas Sebagai Variabel Intervening. *Jurnal Kajian Akuntansi Dan Bisnis Terkini*, 5(3), 354–372. <https://doi.org/10.31258/current.5.3.354-372>
- Witjaksono, A. (2020). Effects of Earning Manipulation, Strength of Financial Position and Financial Distress on Firm Value (Case of Listed Manufacturing Firms in Indonesia). *International Journal of Innovation, Creativity and Change*, 12(8), 1–13. <https://ssrn.com/abstract=3831628>
- Yana, A., & Purwanto, E. (2022). The Effect of Financial Distress, Capital Structure, and Firm Size on The Firm Value of Property Companies Listed in Indonesia Stock Exchange 2016–2020. *1st International Conference on Contemporary Risk Studies (ICONIC-RS)*. <https://doi.org/10.4108/eai.31-3-2022.2321087>