

**JAFM:**
**Journal of Accounting and
Finance Management**

E-ISSN: 2721-3013
P-ISSN: 2721-3005

<https://dinastires.org/JAFM> dinasti.info@gmail.com +62 811 7404 455

DOI: <https://doi.org/10.38035/jafm.v7i3>
<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>

Determinan *Financial Distress* Berbasis *Altman Z-Score* Pada Perusahaan Sektor Barang Konsumen Primer di Bursa Efek Indonesia Periode 2022-2024

Stainlly Andreas Budiman¹, Okta Karina Hardanti²

¹STIE Wiyatamandala, Indonesia, wymstny@gmail.com

²STIE Wiyatamandala, Indonesia, okta@wym.ac.id

Corresponding Author: wymstny@gmail.com¹

Abstract: *Using the Altman Z-Score as a proxy for financial distress, this paper assesses the determinants of corporate financial health among Indonesian consumer non-cyclical entities for the 2022–2024 period. The study examines five independent variables: capital structure, profitability, firm size, asset turnover, and operating cash flow. Based on a panel dataset of 162 observations from 54 companies, the research applies a Fixed Effect Model (FEM), which was selected as the optimal fit via Chow and Hausman tests performed in EViews. Empirical results indicate that profitability significantly improves the Z-Score, whereas capital structure significantly degrades it. Firm size and operating cash flow, however, were found to be statistically insignificant. Additionally, a significant negative association was observed for asset turnover; nevertheless, this finding should be approached with caution due to the inherent endogeneity caused by its inclusion in the Altman Z-Score calculation. Simultaneously, all explanatory variables affect the Altman Z-Score, while the adjusted coefficient of determination reaches 80.785 percent. These findings emphasize prudent debt management, sustained profitability, and careful interpretation of asset efficiency in corporate distress assessment.*

Keywords: *Financial Distress, Altman Z-Score, Capital Structure, Profitability, Panel Data*

Abstrak: Penelitian ini menganalisis determinan ketidakstabilan finansial (*financial distress*) menggunakan Altman Z-Score pada perusahaan barang konsumen primer di BEI (2022–2024). Melalui *purposive sampling*, diperoleh 162 observasi dari 54 perusahaan yang dianalisis dengan regresi data panel (*Fixed Effect Model*). Hasilnya, struktur modal dan perputaran aset berpengaruh negatif signifikan, sementara profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap Altman Z-Score. Variabel ukuran perusahaan dan arus kas operasi tidak berpengaruh signifikan. Temuan pada perputaran aset perlu ditafsirkan secara cermat karena keterkaitan matematisnya dengan model Altman. Secara simultan, seluruh variabel independen terbukti mempengaruhi kesehatan keuangan perusahaan, dengan koefisien determinasi disesuaikan sebesar 80,785 persen. Temuan menekankan pentingnya pengendalian utang, peningkatan profitabilitas, dan evaluasi efisiensi aset secara menyeluruh dalam mendeteksi risiko problematika finansial.

Kata Kunci: *Financial Distress, Altman Z-Score, Struktur Modal, Profitabilitas, Data Panel*

PENDAHULUAN

Sektor barang konsumen primer (*consumer non-cyclicals*) memiliki peran strategis karena menyediakan Produk konsumen kebutuhan sehari-hari yang dikonsumsi secara berkelanjutan. Permintaan yang relatif stabil tidak sepenuhnya membebaskan perusahaan dari tekanan persaingan, kenaikan biaya bahan baku, perubahan daya beli, kebutuhan modal kerja, dan tuntutan efisiensi distribusi. Oleh karena itu, ketahanan keuangan menjadi aspek penting untuk menjaga keberlanjutan usaha, terutama pada industri yang berkaitan langsung dengan kebutuhan dasar masyarakat (Septiani et al., 2021). Pada industri makanan dan minuman, kebijakan keuangan serta daya saing juga menentukan kemampuan perusahaan mempertahankan kelangsungan usaha (Murti et al., 2024). Tekanan operasional yang tidak diimbangi kemampuan laba, likuiditas, dan kas dapat mendorong *financial distress*, merujuk pada degradasi performa keuangan yang terjadi sebagai tahapan kritis menuju kebangkrutan perusahaan (Rahayu & Sopian, 2017). Kondisi ini dapat terlihat dari melemahnya kemampuan memenuhi kewajiban jatuh tempo (Nursidin, 2021) dan berpotensi mengganggu operasi apabila tidak dideteksi sejak awal (Dewi et al., 2019).

Melalui lensa *signaling theory*, studi ini menganalisis laporan keuangan sebagai sumber sinyal bagi pihak eksternal untuk mengevaluasi profil risiko dan prospek masa depan perusahaan. Secara khusus, penelitian ini menekankan bahwa struktur pendanaan yang kokoh menjadi sinyal positif terhadap stabilitas operasional perusahaan, laba memadai, penggunaan aset efektif, dan arus kas operasi yang kuat menjadi sinyal positif, sedangkan utang tinggi, kerugian, dan lemahnya kas operasi menjadi sinyal negatif. Relevansi informasi keuangan dalam pengambilan keputusan sejalan dengan teori sinyal perusahaan barang konsumsi (Septiani et al., 2021). Kesehatan keuangan Stabilitas keuangan dianalisis menggunakan *Altman Z-Score* (Altman, 1968), yaitu alat ukur berbasis rasio untuk mendeteksi kerentanan kebangkrutan. Semakin tinggi nilai indeks yang diperoleh, maka semakin kokoh kondisi finansial perusahaan; sebaliknya, penurunan nilai menunjukkan adanya eskalasi risiko *financial distress*.

Struktur modal diproksikan dengan *Debt to Asset Ratio* berfungsi sebagai proksi untuk menilai tingkat ketergantungan perusahaan terhadap pendanaan utang dalam membiayai total asetnya. Peningkatan beban ketergantungan perusahaan pada utang dan semakin tinggi beban tetap yang harus dipenuhi. Struktur modal terbukti berkaitan dengan kemungkinan *financial distress* (Audina & HS, 2018), termasuk pada sektor barang konsumen primer karena kebijakan pendanaan berperan dalam membentuk ketahanan keuangan (Dila & Ritonga, 2024). Namun, Terdapat temuan empiris yang menyatakan bahwa struktur modal tidak senantiasa memberikan dampak signifikan terhadap kondisi ketidakstabilan finansial perusahaan (Indrawan & Sudarsi, 2023).

Profitabilitas diproksikan via *Net Profit Margin*, indikator efektivitas perolehan laba dari pendapatan. Margin laba yang meningkat menunjukkan pengendalian biaya dan kemampuan menghasilkan keuntungan yang lebih baik, sehingga secara konseptual dapat memperkuat Altman Z-Score. Profitabilitas ditemukan berkaitan dengan risiko *financial distress* pada entitas manufaktur (Saputra & Salim, 2020), dan *Net Profit Margin* juga menunjukkan keterkaitan dengan risiko kesulitan keuangan (Nursidin, 2021). Namun, studi lain menunjukkan profitabilitas tidak berpengaruh signifikan signifikan ketika diuji bersama faktor keuangan lain (Bachtiar & Handayani, 2022).

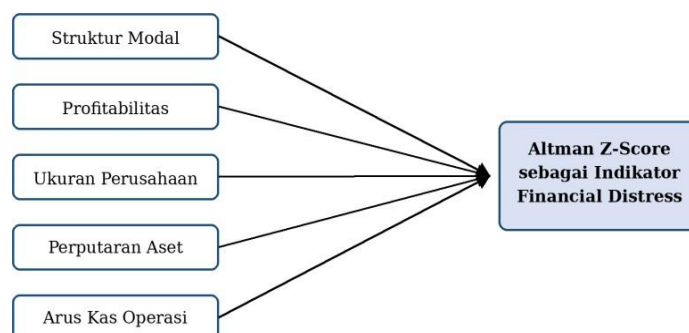
Skala perusahaan diproksikan melalui *Log Natural* total aset untuk menggambarkan besaran aset perusahaan. Instansi besar umumnya memiliki kapasitas pendanaan dan jangkauan operasional yang lebih luas, tetapi aset besar bukan jaminan sehat jika dikelola tak produktif; riset menunjukkan ukuran entitas tak selalu pengaruhi *financial distress* (Amanda & Tasman, 2019; Christine et al., 2019), sedangkan penelitian lain menemukan pengaruh signifikan ukuran perusahaan terhadap kesulitan keuangan (Azalia & Rahayu, 2019).

Perputaran aset diproksikan dengan *Total Asset Turnover* untuk menunjukkan kemampuan aset menghasilkan penjualan. Rasio aktivitas yang tinggi umumnya menunjukkan efisiensi aset, tetapi peningkatan penjualan belum tentu diikuti margin laba dan kas yang lebih

baik. Kombinasi rasio utang, profitabilitas, dan perputaran aset ditemukan mempengaruhi tingkat *financial distress* (Limajatini et al., 2022). Pengaruh *Total Asset Turnover* juga ditemukan pada perusahaan manufaktur (Oktaviana et al., 2023) dan perusahaan transportasi (Mukaromah et al., 2022). Kajian ini, interpretasi parameter dilakukan secara hati-hati karena penjualan terhadap total aset juga merupakan salah satu komponen Altman Z-Score.

Efektivitas kas dari operasional utama diukur dengan *Operating Cash Flow Ratio* dalam memenuhi liabilitas lancar. Kas operasi yang memadai dapat menopang pembayaran kewajiban, persediaan, dan kegiatan utama. Namun, hasil empiris sebelumnya belum konsisten. Arus kas operasi ditemukan tidak selalu berpengaruh signifikan secara parsial terhadap *financial distress* (Fitri & Dillak, 2020), meskipun informasi arus kas tetap Bagi kreditor dan investor, variabel ini merupakan elemen vital dalam mengevaluasi profil risiko keuangan perusahaan (Wijaya & Suhendah, 2023). Pengaruh kapasitas operasional dan *cash flow* juga telah diuji pada perusahaan pertanian (Ramadhani & Khairunnisa, 2019), sedangkan penelitian terbaru menempatkan arus kas bersama profitabilitas, likuiditas, pertumbuhan penjualan, dan struktur modal sebagai determinan *financial distress* (Rhamadhani & Nursiam, 2026).

Inkonsistensi hasil penelitian terdahulu menunjukkan adanya ruang Riset ini mencakup perusahaan konsumen primer BEI selama 2022–2024. Periode tersebut relevan karena mencerminkan kondisi setelah tekanan pandemi serta fase penyesuaian biaya dan permintaan. Kajian ini menginvestigasi pengaruh dari struktur modal, profitabilitas, dan dimensi perusahaan, perputaran aset, dan arus kas operasi terhadap Altman Z-Score sebagai indikator kesehatan keuangan. Tujuan penelitian adalah menganalisis pengaruh hubungan tiap variabel terhadap *Altman Z-Score* serta kemampuan seluruh variabel secara simultan dalam menjelaskan variasi skor kesehatan keuangan perusahaan.



Sumber: Diolah penulis

Gambar 1. Kerangka pemikiran penelitian

Skema pemikiran pada Gambar 1 menempatkan struktur modal sebagai faktor yang diperkirakan menurunkan Altman Z-Score, sedangkan profitabilitas, ukuran perusahaan, perputaran aset, dan arus kas operasi diperkirakan meningkatkan skor tersebut. Berdasarkan hubungan konseptual tersebut, hipotesis penelitian menyatakan Struktur modal berpengaruh negatif terhadap *Altman Z-Score*, sedangkan profitabilitas, skala perusahaan, perputaran aset, dan arus kas operasi terbukti berpengaruh positif terhadap indikator tersebut.

METODE

Desain, Populasi, dan Sampel

Studi kuantitatif eksplanatori ini menggunakan data panel untuk menganalisis emiten sektor barang konsumen primer di Bursa Efek Indonesia periode 2022–2024. Seluruh data sekunder bersumber dari laporan tahunan dan keuangan yang dipublikasikan oleh Bursa Efek Indonesia maupun laman resmi masing-masing perusahaan. Proses pengumpulan data dilakukan melalui teknik dokumentasi untuk memperoleh angka-angka yang relevan bagi perhitungan variabel penelitian.

Populasi riset ini adalah seluruh emiten sektor barang konsumen primer selama periode 2022–2024. Teknik *purposive sampling* digunakan untuk menentukan sampel berdasarkan

kriteria: terdaftar di bursa selama periode observasi, ketersediaan laporan tahunan secara utuh, dan penggunaan mata uang Rupiah pada laporan keuangan, dan memiliki seluruh data yang diperlukan. Penerapan kriteria menghasilkan 54 perusahaan. Dengan tiga tahun pengamatan, jumlah data yang dianalisis adalah 162 observasi perusahaan-tahun.

Instrumen pengolahan data menggunakan perangkat lunak EViews. Prosedur analisis dimulai dari pengumpulan dan tabulasi data, perhitungan seluruh rasio, statistik deskriptif, pengujian asumsi klasik, estimasi *Model estimasi (CEM, FEM, REM)* diseleksi via uji Chow dan Hausman. Signifikansi diuji secara parsial dan simultan pada taraf 5%.

Operasionalisasi Variabel

Tabel 1. Operasionalisasi Variabel Penelitian

Variabel	Proksi	Pengukuran	Arah Interpretasi
Financial Distress	Altman Z-Score	$Z = 1,2X_1 + 1,4X_2 + 3,3X_3 + 0,6X_4 + 1,0X_5$	Z lebih tinggi = kondisi lebih sehat
Struktur Modal	Debt to Asset Ratio	Total liabilitas / Total aset	Rasio lebih tinggi = ketergantungan utang meningkat
Profitabilitas	Net Profit Margin	Laba bersih / Penjualan bersih	Rasio lebih tinggi = margin laba meningkat
Ukuran Perusahaan	Size	Ln (Total aset)	Nilai lebih tinggi = skala perusahaan lebih besar
Perputaran Aset	Total Asset Turnover	Penjualan bersih / Total aset	Rasio lebih tinggi = penjualan per aset meningkat
Arus Kas Operasi	Operating Cash Flow Ratio	Arus kas operasi / Liabilitas lancar	Rasio lebih tinggi = kemampuan kas operasi meningkat

Sumber: Diolah penulis berdasarkan Altman (1968) dan definisi operasional penelitian

Komponen pembentuk *Altman Z-Score* meliputi lima indikator keuangan, yaitu: rasio modal kerja, laba ditahan, dan *EBIT* terhadap total aset; rasio nilai buku ekuitas terhadap total utang; serta rasio perputaran aset (penjualan terhadap total aset). Penelitian menggunakan nilai buku ekuitas pada komponen keempat karena ketersediaan data laporan keuangan. Model regresi dirumuskan sebagai $Z = \alpha + \beta_1 \text{DAR} + \beta_2 \text{NPM} + \beta_3 \text{SIZE} + \beta_4 \text{TATO} + \beta_5 \text{OCFR} + e$. Koefisien positif menunjukkan peningkatan skor kesehatan keuangan, sedangkan koefisien negatif menunjukkan penurunan skor dan peningkatan potensi *financial distress*. Keterdekatan *Total Asset Turnover* dengan komponen dalam *Altman Z-Score*, penjualan terhadap total aset diplot sebagai keterbatasan pengukuran dan menjadi dasar kehati-hatian dalam interpretasi.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Melalui statistik deskriptif, profil data dapat diringkas lewat nilai rata-rata, median, dan maksimum, minimum, standar deviasi, kemencengan, keruncingan, serta jumlah observasi. Ringkasan pada Tabel 2 mempertahankan seluruh nilai output pengolahan data sehingga distribusi setiap variabel dapat dibaca secara utuh.

Tabel 2. Hasil statistik deskriptif

Statistik	Z-Score	DAR	NPM	SIZE	TATO	OCFR
Mean	6,594383	0,454691	-0,081975	25,60049	1,068580	0,264938
Median	5,000000	0,420000	0,040000	27,29000	0,980000	0,000000
Maximum	86,97000	2,850000	0,540000	32,41000	3,580000	2,830000
Minimum	-26,24000	0,000000	-7,260000	14,49000	0,020000	-1,070000
Std. Dev.	9,049036	0,313672	0,739341	4,792048	0,650405	0,580933
Skewness	6,187324	3,606482	-7,228662	-1,069831	1,319282	2,203856
Kurtosis	53,71750	26,09711	62,98735	2,962515	5,419811	8,730474
Jarque-Bera	18396,42	3952,148	25700,60	30,91204	86,51813	352,7972
Probability	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000
Sum	1068,290	73,66000	-13,28000	4147,280	173,1100	42,92000
Sum Sq. Dev.	13183,49	15,84083	88,00657	3697,159	68,10737	54,33485

Observations	162	162	162	162	162	162
--------------	-----	-----	-----	-----	-----	-----

Sumber: Data penelitian diolah dengan EViews

Rata-rata Altman Z-Score tercatat 6,594383 (SD = 9,049036) dengan rentang luas antara -26,24 hingga 86,97. Kesenangan jarak ini mencerminkan tingginya disparitas kesehatan finansial antarperusahaan, di mana skor minimum negatif mempertegas adanya emiten yang mengalami krisis keuangan akut, sedangkan nilai maksimum menunjukkan perusahaan dengan skor kesehatan sangat tinggi. Nilai mean dari struktur modal adalah 0,454691, yang berkisar 45,47 persen aset sampel rata-rata dibiayai oleh liabilitas. Standar deviasi 0,313672 menunjukkan variasi kebijakan pendanaan yang cukup besar.

Profitabilitas mencatat rata-rata -0,081975, nilai minimum -7,260000, dan maksimum 0,540000. Rata-rata negatif memperlihatkan bahwa kerugian pada sebagian perusahaan memberi pengaruh kuat terhadap distribusi data. Ukuran perusahaan memiliki rata-rata 25,60049 dengan rentang 14,49000-32,41000, sehingga sampel mencakup perusahaan dengan skala aset beragam. Perputaran aset rata-rata 1,068580 berarti setiap satu satuan aset menghasilkan sekitar 1,07 satuan penjualan. Arus kas operasi memiliki rata-rata 0,264938, minimum -1,070000, dan maksimum 2,830000, yang menunjukkan perbedaan kemampuan kas operasi dalam menutup liabilitas lancar.

Pengujian Asumsi dan Pemilihan Model

Pengujian asumsi klasik menunjukkan bahwa model memenuhi persyaratan analisis yang digunakan: residual dinyatakan memenuhi normalitas, korelasi antarvariabel independen tidak menunjukkan multikolinearitas, residual tidak menunjukkan autokorelasi, dan varians galat tidak memperlihatkan heteroskedastisitas. Dengan demikian, proses dilanjutkan pada pemilihan model regresi data panel.

Tabel 3. Hasil pemilihan model data panel

Pengujian	Statistik	Derajat Kebebasan	Probabilitas	Keputusan
Uji Chow - Cross-section F	6,204430	(53,103)	0,0000	Fixed Effect Model
Uji Chow - Cross-section Chi-square	232,196874	53	0,0000	Fixed Effect Model
Uji Hausman - Cross-section random	237,492134	5	0,0000	Fixed Effect Model

Sumber: Data penelitian diolah dengan EViews

Hasil uji Chow menunjukkan probabilitas cross-section F sebesar 0,0000 (< 0,05), sehingga Fixed Effect Model (FEM) lebih unggul dibanding Common Effect Model (CEM). Pengujian Hausman turut menghasilkan probabilitas cross-section random 0,0000, yang mengonfirmasi FEM lebih tepat daripada Random Effect Model (REM). Dengan demikian, kedua uji secara konsisten menetapkan FEM sebagai model estimasi terbaik, yang berarti karakteristik khusus setiap perusahaan perlu dikendalikan melalui efek tetap.

Hasil Regresi dan Kelayakan Model

Tabel 4. Hasil estimasi Fixed Effect Model

Variabel	Koefisien	Std. Error	t-Statistic	Probabilitas
DAR	-5,580607	2,496421	-2,235443	0,0275
NPM	10,40244	1,269362	8,195019	0,0000
SIZE	0,020957	0,141670	0,147928	0,8827
TATO	-8,049213	2,074910	-3,879307	0,0002
OCFR	1,016112	0,840030	1,209614	0,2292
Konstanta	17,78009	4,400770	4,040223	0,0001

Sumber: Data penelitian diolah dengan EViews

Model regresi yang terbentuk yaitu $Z = 17,78009 - 5,580607DAR + 10,40244NPM +$

0,020957SIZE - 8,049213TATO + 1,016112OCFR + e. Konstanta 17,78009 menunjukkan nilai Altman Z-Score ketika semua variabel bebas diasumsikan konstan. Koefisien struktur modal dan perputaran aset berarah negatif, sedangkan yaitu yaitu profitabilitas, ukuran perusahaan, dan arus kas operasi berarah positif. Signifikansi parsial menunjukkan bahwa Z-Score dipengaruhi nyata oleh struktur modal, profitabilitas, dan perputaran aset, namun tidak dipengaruhi oleh ukuran perusahaan dan arus kas operasi.

Tabel 5. Ringkasan kelayakan model dan koefisien determinasi

Indikator	Nilai
R-squared	0,877072
Adjusted R-squared	0,807850
S.E. of regression	3,966638
Sum squared resid	1620,625
Log likelihood	-416,4087
F-statistic	12,67046
Prob(F-statistic)	0,000000

Sumber: Data penelitian diolah dengan EViews

Probabilitas F-statistic sebesar 0,000000 mengindikasikan struktur modal, profitabilitas, ukuran perusahaan, perputaran aset, dan arus kas operasi secara simultan memengaruhi Altman Z-Score. Nilai Adjusted R-squared sebesar 0,807850 mengindikasikan bahwa 80,785% variasi Z-Score mampu dijelaskan oleh kelima variabel bebas tersebut. dan efek individual perusahaan dalam model. Sisanya sebesar 19,215 persen dijelaskan oleh faktor lain di luar model, seperti likuiditas, pertumbuhan penjualan, sistem kelola, struktur kepemilikan, atau kondisi makroekonomi.

Tabel 6. Ringkasan keputusan hipotesis

Hipotesis	Hubungan yang Diuji	Koefisien	Probabilitas	Keputusan
H1	Struktur modal → Altman Z-Score	-5,580607	0,0275	Didukung
H2	Profitabilitas → Altman Z-Score	10,40244	0,0000	Didukung
H3	Ukuran perusahaan → Altman Z-Score	0,020957	0,8827	Tidak didukung
H4	Perputaran aset → Altman Z-Score	-8,049213	0,0002	Tidak didukung
H5	Arus kas operasi → Altman Z-Score	1,016112	0,2292	Tidak didukung

Sumber: Data penelitian diolah dengan EViews

Pengaruh Struktur Modal terhadap Financial Distress

Struktur modal diukur menggunakan *Debt to Asset Ratio* menghasilkan koefisien -5,580607 dan probabilitas 0,0275. Hasil tersebut terbukti berpengaruh negatif signifikan terhadap *Altman Z-Score*, sehingga hipotesis diterima didukung. Kenaikan proporsi liabilitas terhadap aset menurunkan skor kesehatan keuangan dan meningkatkan potensi *financial distress*. Utang memperbesar kewajiban pembayaran pokok dan beban pendanaan; ketika pertumbuhan laba dan kas tidak mampu mengimbangnya, fleksibilitas keuangan perusahaan menurun. Temuan ini mendukung bukti bahwa struktur modal berkaitan dengan risiko kesulitan keuangan (Audina & HS, 2018). Hasilnya juga relevan dengan penelitian yang menempatkan kebijakan pendanaan sebagai faktor penting pada industri makanan dan minuman (Dila & Ritonga, 2024).

Secara praktis, sektor barang konsumen primer membutuhkan persediaan, distribusi, dan modal kerja yang relatif besar. Penggunaan utang dapat mendukung ekspansi, tetapi proporsi yang berlebihan membuat perusahaan lebih sensitif terhadap kenaikan biaya, pelemahan permintaan, atau keterlambatan penerimaan kas. Data ini mendukung literatur sebelumnya tentang signifikansi rasio utang bagi *financial distress* (Azalia & Rahayu, 2019), tetapi berbeda dari penelitian yang tidak menemukan pengaruh signifikan struktur modal (Indrawan & Sudarsi, 2023). Perbedaan tersebut dapat dipengaruhi karakteristik sektor, struktur sampel, periode, dan proksi kesehatan keuangan.

Pengaruh Profitabilitas terhadap Financial Distress

Variabel profitabilitas dengan indikator *Net Profit Margin* menghasilkan koefisien 10,40244 dan probabilitas 0,0000. Pengaruh positif signifikan menunjukkan bahwa peningkatan margin laba bersih meningkatkan Altman Z-Score dan menurunkan risiko *financial distress*, sehingga hipotesis kedua didukung. Margin laba yang lebih tinggi mencerminkan kemampuan perusahaan mengendalikan beban produksi, distribusi, promosi, dan administrasi terhadap penjualan. Laba yang memadai juga memperkuat laba ditahan dan kapasitas perusahaan memenuhi kewajiban.

Hasil ini mendukung penelitian yang menunjukkan peran profitabilitas dalam menjelaskan kesulitan keuangan perusahaan (Saputra & Salim, 2020). Temuan tersebut juga konsisten dengan bukti pada perusahaan barang konsumsi bahwa profitabilitas memengaruhi kondisi *financial distress* (Septiani et al., 2021). Secara khusus, penggunaan *Net Profit Margin* sebagai indikator profitabilitas pernah menunjukkan hubungan dengan kondisi kesulitan keuangan (Nursidin, 2021). Namun, hasil penelitian ini berbeda dari temuan profitabilitas tidak signifikan saat diuji bersama struktur modal, intensitas modal, dan arus kas operasi (Bachtiar & Handayani, 2022).

Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Financial Distress

Koefisien ukuran perusahaan sebesar 0,020957 dengan nilai probabilitas sebesar 0,8827. Arah koefisien positif sesuai dugaan, tetapi pengaruhnya tidak signifikan, sehingga hipotesis ketiga tidak didukung. Besarnya total aset belum cukup menjelaskan variasi Altman Z-Score. Perusahaan besar dapat memiliki sumber daya lebih luas, tetapi aset yang tidak produktif, struktur biaya tinggi, atau pendanaan agresif dapat mengurangi manfaat skala. Sebaliknya, perusahaan berukuran lebih kecil dapat mempertahankan kesehatan keuangan melalui efisiensi, pengendalian utang, dan perputaran modal kerja.

Hasil tersebut selaras dengan riset yang mendapati ukuran perusahaan tidak memengaruhi *financial distress* manufaktur (Amanda & Tasman, 2019). Kesimpulan serupa juga ditemukan pada sektor properti dan real estat (Christine et al., 2019). Temuan penelitian memperkuat pandangan bahwa indikator ukuran perlu dianalisis bersama rasio keuangan lain, bukan digunakan sebagai penentu tunggal (Rahayu & Sopian, 2017). Hasil ini berbeda dari bukti bahwa ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kesulitan keuangan (Azalia & Rahayu, 2019).

Pengaruh Perputaran Aset terhadap Financial Distress

Perputaran aset yang diproksikan dengan *Total Asset Turnover* menghasilkan koefisien -8,049213 dan probabilitas 0,0002. Pengaruh negatif signifikan berarti peningkatan perputaran aset justru diikuti penurunan Altman Z-Score. Karena hipotesis keempat mengharapkan arah positif, hipotesis tersebut tidak didukung. Pada sektor barang konsumen primer, penjualan yang tinggi relatif terhadap aset dapat muncul bersamaan dengan margin tipis, biaya distribusi tinggi, promosi agresif, atau tekanan harga bahan baku. Kondisi tersebut membuat peningkatan penjualan belum tentu diikuti penguatan laba dan kas.

Secara empiris, hasil ini tetap menunjukkan keterkaitan perputaran aset dengan *financial distress*, sebagaimana ditemukan pada perusahaan manufaktur (Oktaviana et al., 2023) dan perusahaan transportasi (Mukaromah et al., 2022). Kombinasi rasio aktivitas dengan struktur modal sekaligus profitabilitas juga pernah ditemukan memengaruhi kondisi keuangan perusahaan (Limajatini et al., 2022). Tetapi, arah negatif studi ini tidak dapat ditafsirkan menjadi hubungan kausal yang sepenuhnya bebas dari masalah pengukuran karena penjualan terhadap total aset merupakan komponen kelima Altman Z-Score. Oleh sebab itu, hasil lebih tepat dibaca sebagai adanya asosiasi kuat antara efektivitas penggunaan aset dan variasi skor, dengan tetap mempertimbangkan kedekatan matematis tersebut. Temuan ini berbeda dari penelitian yang tidak menemukan pengaruh *Total Asset Turnover* terhadap *financial distress* (Nursidin, 2021).

Pengaruh Arus Kas Operasi terhadap Financial Distress

Arus kas operasional yang diprosikan dengan *Operating Cash Flow Ratio* menghasilkan koefisien 1,016112 dan probabilitas 0,2292. Koefisien positif menunjukkan searah estimasi tetapi tidak signifikan, sehingga H5 ditolak. Perubahan kemampuan kas operasi menutup liabilitas lancar belum mampu menjelaskan variasi Altman Z-Score secara konsisten. Kas operasi dapat digunakan untuk pembelian persediaan, pembayaran pemasok, beban usaha, dan kewajiban jangka pendek, sehingga peningkatan rasio tidak selalu langsung tercermin dalam seluruh komponen Z-Score.

Temuan ini selaras dengan penelitian yang menemukan nihilnya pengaruh parsial arus kas operasi pada *financial distress* (Fitri & Dillak, 2020). Namun, informasi arus kas tetap relevan bagi pemodal serta kreditor untuk menilai kapasitas perusahaan mempertahankan kegiatan utama (Wijaya & Suhendah, 2023). Perbedaan hasil dengan penelitian yang menemukan keterkaitan arus kas terhadap kesulitan keuangan dapat berasal dari siklus persediaan, kebijakan kredit penjualan, waktu pembayaran pemasok, dan pengelolaan modal kerja. Arus kas pernah diuji sebagai determinan bersama kapasitas operasi dan pertumbuhan penjualan (Ramadhani & Khairunnisa, 2019), serta kembali ditempatkan sebagai faktor penjelas bersama profitabilitas, likuiditas, dan struktur modal (Rhamadhani & Nursiam, 2026).

Dari perspektif teori sinyal, koefisien positif OCFR tetap menunjukkan bahwa kemampuan menghasilkan kas operasi mengarah pada sinyal keuangan yang lebih baik, walaupun bukti statistiknya belum cukup kuat pada sampel ini. Ketidaksignifikanan dapat terjadi ketika informasi arus kas jangka pendek tidak bergerak searah dengan laba ditahan, struktur ekuitas, dan efisiensi penjualan yang membentuk Altman Z-Score. Oleh karena itu, pengguna laporan keuangan perlu menilai kualitas arus kas, konsistensinya antarperiode, serta sumber perubahan modal kerja, bukan hanya membaca besaran rasio pada satu tahun.

Implikasi Keseluruhan Temuan

Secara keseluruhan, hasil penelitian menunjukkan bahwa sinyal kesehatan keuangan paling kuat pada sampel berasal dari struktur pendanaan dan kemampuan menghasilkan laba. Struktur modal yang meningkat memberikan sinyal negatif karena memperbesar komitmen pembayaran, sedangkan profitabilitas memberikan sinyal positif melalui peningkatan kapasitas internal untuk menutup biaya dan membentuk laba ditahan. Ukuran perusahaan tidak menjadi sinyal yang menentukan karena besarnya aset tidak selalu menunjukkan produktivitas atau fleksibilitas pendanaan. Temuan ini menegaskan bahwa analisis *financial distress* perlu berfokus pada kualitas sumber pendanaan dan kemampuan aset menghasilkan laba, bukan semata-mata pada skala perusahaan.

Hasil perputaran aset menunjukkan perlunya pemisahan antara pertumbuhan penjualan dan penciptaan nilai. Penjualan yang meningkat relatif terhadap aset dapat terlihat efisien, tetapi manfaatnya dapat hilang apabila dicapai melalui diskon agresif, biaya distribusi tinggi, atau penggunaan modal kerja yang menekan kas. Karena *Total Asset Turnover* juga berdekatan secara matematis dengan komponen Altman Z-Score, pengguna hasil penelitian tidak seharusnya menjadikannya dasar tunggal untuk menyimpulkan sebab-akibat. Evaluasi yang lebih tepat adalah menghubungkan perputaran aset dengan margin laba, arus kas operasi, dan struktur utang. Pendekatan terpadu tersebut dapat memperbaiki sistem pemantauan risiko pada perusahaan sektor barang konsumen primer.

Bagi manajemen, kombinasi koefisien dan signifikansi menunjukkan urutan perhatian yang jelas. Pengendalian utang dan penguatan margin laba perlu ditempatkan sebagai prioritas karena keduanya terbukti menjelaskan perubahan skor kesehatan keuangan. Ukuran aset dan kas operasi tetap penting untuk operasional, tetapi belum menjadi penjelas langsung pada model ini. Bagi investor dan kreditor, nilai Altman Z-Score sebaiknya dibaca bersama komponen pembentuknya dan tren rasio antarperiode agar keputusan tidak bergantung pada satu ukuran agregat. Jadi, hasil riset ini tidak hanya menguji hipotesis tetapi juga memberikan dasar untuk memperbaiki ketepatan penilaian risiko dan kebijakan pendanaan.

Keterkaitan Antar Determinan dan Ketepatan Interpretasi

Koefisien yang diperoleh memperlihatkan bahwa setiap rasio tidak bekerja secara terpisah dalam membentuk kondisi keuangan. Peningkatan utang dapat tetap dikelola apabila perusahaan menghasilkan margin laba dan arus kas yang memadai, sedangkan profitabilitas tinggi dapat kehilangan daya lindung ketika dibarengi kewajiban tetap yang berlebihan. Ukuran perusahaan juga tidak memberikan manfaat otomatis apabila pertumbuhan aset dibiayai utang tanpa peningkatan produktivitas. Oleh sebab itu, pengawasan risiko perlu menggunakan matriks rasio yang menghubungkan pendanaan, laba, aktivitas, dan kas, bukan menetapkan satu batas tunggal untuk seluruh perusahaan.

Karakteristik sektor barang konsumen primer memperkuat kebutuhan analisis terpadu tersebut. Siklus persediaan, kebijakan harga, intensitas promosi, jaringan distribusi, dan perubahan biaya bahan baku dapat meningkatkan penjualan sekaligus menekan margin. Perusahaan dengan perputaran aset tinggi dapat terlihat efisien, tetapi kondisi tersebut belum tentu memperkuat kesehatan keuangan apabila modal kerja dibiayai utang jangka pendek atau penerimaan kas tertunda. Sebaliknya, perusahaan berperputaran rendah tetap sehat jika marginnya memadai, struktur liabilitas konservatif, dan kualitas kas operasi yang stabil.

Dari sisi metodologis, Nilai Adjusted R² yang tinggi mencerminkan keandalan model dalam menjelaskan variasi Z-Score, tetapi tidak menghapus kemungkinan adanya hubungan mekanis antara variabel independen dan komponen pembentuk skor. Hal ini terutama berlaku pada *Total Asset Turnover*. Karena itu, kesimpulan mengenai perputaran aset dibatasi pada hubungan empiris dalam sampel dan tidak digunakan untuk menyatakan bahwa peningkatan penjualan secara langsung menyebabkan memburuknya kesehatan keuangan. Transparansi batas interpretasi tersebut penting agar hasil tetap berguna bagi pengembangan penelitian *financial distress* dan tidak menghasilkan rekomendasi manajerial yang berlebihan.

Temuan penelitian dapat diterjemahkan menjadi rancangan pemantauan risiko yang lebih terstruktur. Manajemen dapat menempatkan *Debt to Asset Ratio* dan *Net Profit Margin* sebagai indikator prioritas, kemudian membaca *Total Asset Turnover* dan *Operating Cash Flow Ratio* sebagai indikator pendukung yang menjelaskan kualitas aktivitas dan likuiditas operasi. Ukuran perusahaan digunakan sebagai konteks kapasitas sumber daya, bukan sebagai ukuran keamanan. Susunan tersebut membantu perusahaan membedakan gejala utama, faktor penguat, dan karakteristik skala ketika mengevaluasi penurunan Altman Z-Score.

Pemantauan sebaiknya dilakukan secara berkala dengan membandingkan tren rasio antarperiode, anggaran, dan karakteristik perusahaan sejenis. Kenaikan utang yang terjadi bersamaan dengan penurunan margin memerlukan respons lebih cepat dibandingkan perubahan satu rasio secara terpisah. Demikian pula, peningkatan perputaran aset perlu ditelusuri sampai pada perubahan harga jual, biaya distribusi, persediaan, piutang, dan laba bersih. Pendekatan berbasis tren dapat mengurangi risiko keputusan yang hanya bertumpu pada satu nilai tahunan serta membantu manajemen menentukan tindakan korektif sebelum tekanan keuangan berkembang.

Bagi pengembangan sains, hasil penelitian mendukung penggunaan model prediksi sebagai alat penyaring awal, bukan pengganti penilaian menyeluruh. Ketepatan analisis dapat diperbaiki melalui perbandingan beberapa model *financial distress*, pengujian sensitivitas terhadap definisi ekuitas, dan pemisahan variabel yang beririsan dengan komponen skor.

Penelitian berikutnya juga perlu mempertimbangkan efek waktu, kondisi makroekonomi, serta perbedaan subsektor agar hubungan antara pendanaan, profitabilitas, aktivitas, dan kas dapat dijelaskan dengan lebih kuat dan menghasilkan rekomendasi yang lebih presisi.

KESIMPULAN

Kesimpulan

Penelitian ini menjawab tujuan pengujian determinan Altman Z-Score pada sektor barang konsumen primer di BEI tahun 2022–2024. Struktur modal berpengaruh negatif signifikan, sehingga peningkatan proporsi liabilitas terhadap aset menurunkan skor kesehatan

keuangan sekaligus memicu *financial distress*. Profitabilitas berdampak positif dan signifikan, yang menunjukkan bahwa peningkatan margin laba bersih memperkuat kondisi keuangan. Ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan, sehingga skala aset belum menjadi penentu utama kesehatan keuangan. Perputaran aset berpengaruh negatif signifikan dan tidak mendukung arah hipotesis; temuan ini perlu dicermati dengan saksama karena pengukurannya berdekatan dengan komponen rasio penjualan atas total aset dalam *Altman Z-Score*. Arus kas operasi terbukti tidak signifikan, tetapi secara simultan kelima variabel memengaruhi *Altman Z-Score*, dengan kemampuan penjelasan model sebesar 80,785 persen.

Kontribusi Penelitian

Kontribusi praktis penelitian terletak pada perbaikan sistem peringatan dini bagi manajemen industri barang konsumen primer. Perusahaan perlu mengendalikan proporsi utang, menjaga margin laba melalui efisiensi biaya, dan mengevaluasi apakah peningkatan penjualan dari aset benar-benar menghasilkan laba serta kas. Investor dan kreditor sebaiknya tidak menilai risiko hanya berdasarkan ukuran perusahaan atau arus kas operasi, tetapi menggabungkan struktur modal, profitabilitas, dan kualitas pemanfaatan aset. Dalam pengembangan sains akuntansi dan manajemen keuangan, hasil ini menegaskan bahwa rasio yang berhubungan dengan komponen model prediksi perlu diuji dan ditafsirkan dengan kehati-hatian metodologis. Keterbatasan penelitian mencakup sektor, periode tiga tahun, penggunaan nilai buku ekuitas, dan kedekatan *Total Asset Turnover* dengan komponen Altman Z-Score. Penelitian berikutnya dapat memperluas sektor dan periode, membandingkan model Springate, Zmijewski, atau Grover, serta menambahkan likuiditas, pertumbuhan penjualan, tata kelola, struktur kepemilikan, dan variabel pasar.

REFERENSI

- Altman, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4), 589-609.
- Amanda, Y., & Tasman, A. (2019). Pengaruh likuiditas, leverage, sales growth dan ukuran perusahaan terhadap financial distress pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2015-2017. *EcoGen*, 2(3), 453-462.
- Audina, B. P., & HS, S. (2018). Pengaruh financial leverage, struktur modal dan total asset growth terhadap financial distress pada perusahaan subsektor pulp dan kertas yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ilmu Manajemen Oikonomia*, 14(1), 76-90.
- Azalia, V., & Rahayu, Y. (2019). Pengaruh leverage, likuiditas, profitabilitas, dan ukuran perusahaan terhadap financial distress. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*, 8(6), 1-16.
- Bachtiar, A., & Handayani, N. (2022). Pengaruh profitabilitas, leverage, capital intensity, dan arus kas operasi terhadap financial distress. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*, 11(1), 1-19.
- Christine, D., Wijaya, J., Chandra, K., Pratiwi, M., Lubis, M. S., & Nasution, I. A. (2019). Pengaruh profitabilitas, leverage, total arus kas dan ukuran perusahaan terhadap financial distress pada perusahaan property dan real estate yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2014-2017. *Jurnal Ekonomi & Ekonomi Syariah*, 2(2), 340-351.
- Dewi, N. L. P. A., Endiana, I. D. M., & Arizona, I. P. E. (2019). Pengaruh rasio likuiditas, rasio leverage dan rasio profitabilitas terhadap financial distress pada perusahaan manufaktur. *Kumpulan Hasil Riset Mahasiswa Akuntansi (KHARISMA)*, 1(1), 322-333.
- Dila, N. W. S., & Ritonga, F. (2024). Pengaruh sales growth dan struktur modal terhadap financial distress. *Journal of Trends Economics and Accounting Research*, 4(4), 802-812.
- Fitri, M. A., & Dillak, V. J. (2020). Arus kas operasi, leverage, sales growth terhadap financial distress. *Jurnal Riset Akuntansi Kontemporer*, 12(2), 60-64.
- Indrawan, Y. A., & Sudarsi, S. (2023). Pengaruh profitabilitas, likuiditas, dan struktur modal terhadap financial distress pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI 2019-2021. *Jurnal Ilmiah Komputerisasi Akuntansi*, 16(1), 61-69.

- Limajatini, Susanti, M., & Anggraeni, R. D. (2022). The effect of debt to asset ratio, return on assets and total assets turn over on financial distress: Empire study on chemical sub-industry companies listed on the Indonesia Stock Exchange in 2018-2020. *eCo-Buss*, 5(2), 700-710.
- Mukaromah, N. L., Anam, H., & Migang, S. (2022). Pengaruh current ratio, return on asset, Total Asset Turnover dan debt to total asset ratio terhadap financial distress pada perusahaan transportasi di BEI 2014-2017. *Jurnal Media Riset Ekonomi (MR.EKO)*, 1(2), 43-54.
- Murti, P. H., Zamzamy, F. R., & Maharani, N. K. (2024). Analisis kebijakan struktur modal, manajemen laba, dan kepemilikan publik terhadap financial distress: Studi empiris pada industri makanan dan minuman di Indonesia. *Robust: Research Business and Economics Studies*, 4(1), 1-11.
- Nursidin, M. (2021). Pengaruh debt to equity ratio, net profit margin dan Total Asset Turnover terhadap financial distress pada perusahaan di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Institusi Politeknik Ganesha Medan Juripol*, 4(2), 80-86.
- Oktaviana, Y., Rumiasih, N. A., & Yudiana. (2023). Pengaruh debt to asset ratio dan Total Asset Turnover ratio terhadap financial distress: Studi kasus pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2017-2021. *eCo-Fin*, 5(3), 206-212.
- Rahayu, W. P., & Sopian, D. (2017). Pengaruh rasio keuangan dan ukuran perusahaan terhadap financial distress: Studi empiris pada perusahaan food and beverage di Bursa Efek Indonesia. *Competitive Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 1(2).
- Ramadhani, A. L., & Khairunnisa. (2019). Pengaruh operating capacity, sales growth dan arus kas operasi terhadap financial distress: Studi empiris pada perusahaan sektor pertanian yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2013-2017. *JRKA*, 5(1), 75-82.
- Rhamadhani, M. P., & Nursiam. (2026). Analisis pengaruh profitabilitas, likuiditas, arus kas, sales growth, dan struktur modal terhadap financial distress. *Paradoks: Jurnal Ilmu Ekonomi*, 9(3), 13-21.
- Saputra, A. J., & Salim, S. (2020). Pengaruh profitabilitas, leverage, firm size, dan sales growth terhadap financial distress. *Jurnal Multiparadigma Akuntansi Tarumanagara*, 2(1), 262-269.
- Septiani, T. A., Siswantini, T., & Murtatik, S. (2021). Pengaruh likuiditas, leverage dan profitabilitas terhadap financial distress pada sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di BEI. *e-Jurnal Apresiasi Ekonomi*, 9(1), 100-111.
- Wijaya, J., & Suhendah, R. (2023). Pengaruh likuiditas, leverage, dan arus kas terhadap financial distress. *Jurnal Ekonomi*, 28(2), 177-196.