

## **BAB II**

### **LANDASAN TEORETIS**

#### **2.1. Teori Sinyal (*Signaling Theory*)**

Dalam kerangka teori sinyal, perusahaan mengirimkan informasi tertentu kepada pihak eksternal untuk menunjukkan keadaan dan prospek usahanya. Landasan teori ini adalah adanya kesenjangan informasi antara pihak manajemen dan pemangku kepentingan luar. Pihak yang menguasai informasi lebih akurat dan lengkap dapat mengirim sinyal kepada pihak lain untuk menekan ketidakpastian data (Spence, 1973). Laporan keuangan yang dipublikasikan perusahaan dapat menjadi salah satu sarana bagi pihak pengelola perusahaan untuk menyalurkan keterbukaan informasi mengenai kondisi serta pencapaian entitas kepada elemen eksternal (Tirta Lestari, 2024).

Kedudukan manajemen sebagai elemen internal memberikan keunggulan berupa akses data korporasi yang jauh lebih komprehensif dibandingkan investor maupun kreditur. Informasi tersebut dapat berupa tingkat laba, jumlah utang, arus kas, serta berbagai rasio keuangan. Penyampaian informasi melalui laporan keuangan memungkinkan pihak eksternal memperoleh pemetaan tentang situasi keuangan dan rekam jejak operasional usaha.

Informasi yang menggambarkan keadaan perusahaan bisa memunculkan sinyal yang beragam bagi pihak eksternal. Kondisi keuangan yang baik mampu memberikan indikasi positif karena menunjukkan kemampuan entitas dalam menjalankan kegiatan usaha dan memenuhi kewajibannya. Sebaliknya, penurunan laba, peningkatan utang, dan melemahnya likuiditas dapat menjadi sinyal adanya peningkatan risiko kesulitan keuangan. Dengan demikian, investor dan kreditur dapat menjadikan informasi dalam *report financial* sebagai suatu pijakan guna menakar keadaan keuangan perusahaan.

Penelitian ini memakai Teori Sinyal sebagai dasar fundamental untuk menguraikan interaksi antar-metrik keuangan dan pendeteksian *financial distress*. Formulasi rasio keuangan yang digunakan dalam model Altman Z-Score, Zmijewski, dan Ohlson O-Score merepresentasikan informasi mengenai kondisi perusahaan. Hasil perhitungan ketiga model tersebut selanjutnya dapat memberikan sinyal mengenai perusahaan tersebut terindikasi mengalami tekanan finansial.

#### **2.2. Pengertian *Financial Distress***

*Financial distress* merujuk pada fenomena saat kesehatan atau kinerja keuangan perusahaan memburuk. Keadaan tersebut dapat ditandai dengan permasalahan keuangan, seperti keterbatasan kas dan jumlah liabilitas yang melampaui aset, yang berujung pada fase kesulitan dalam memenuhi kewajibannya (Pertiwi & Putri, 2021). Beberapa faktor yang dapat melatarbelakanginya antara lain pendapatan yang fluktuatif, utang

yang membengkak, dan mekanisme *corporate governance* yang kurang lemah (Zalva Yunnafisah et al., 2024).

Permasalahan kesulitan finansial berkaitan dengan kapabilitas perusahaan dalam menjaga kondisi keuangan, khususnya dari sisi neraca dan likuiditas. Jika kesulitan keuangan tidak lekas ditangani, masalahnya dapat membesar dan memperbesar peluang perusahaan jatuh ke kebangkrutan atau likuidasi (Fahma & Setyaningsih, 2021).

Selain berkaitan dengan kondisi keuangan, *financial distress* juga dapat muncul akibat menurunnya efisiensi organisasi. Penurunan efisiensi tersebut dapat menghambat kemampuan perusahaan dalam mempertahankan stabilitas keuangannya dan pada akhirnya memengaruhi keberlangsungan usaha apabila tidak dilakukan tindakan perbaikan (Wruck, 1990). Selain itu, tata kelola perusahaan termasuk faktor yang berkaitan dengan risiko *financial distress*. Mekanisme pengawasan dan pengambilan keputusan yang kurang efektif dapat meningkatkan kemungkinan perusahaan menghadapi kesulitan keuangan (Elloumi & Gueyié, 2001). Karena itu, *financial distress* sebaiknya tidak dideteksi dari satu indikator saja, melainkan dari gabungan beberapa rasio keuangan.

Deteksi dini *financial distress* dapat mempertimbangkan variabel keuangan maupun nonkeuangan. Variabel keuangan antara lain mencakup *profitabilitas, leverage, dan likuiditas*, sedangkan faktor nonkeuangan dapat meliputi sistem tata kelola perusahaan, atribut spesifik industri, serta kondisi makroekonomi yang memitigasi kegiatan usaha (Balasubramanian et al., 2019).

Tidak seluruh entitas bisnis yang mengalami ketidaksehatan keuangan berujung kebangkrutan total atau penutupan resmi. Entitas bisnis masih dapat melakukan *corporate turnaround* melalui berbagai tindakan perbaikan terhadap kondisi keuangan dan operasional. Upaya penyelamatan dapat ditempuh melalui restrukturisasi utang, efisiensi operasional, pemangkasan biaya, atau peningkatan mutu manajemen agar perusahaan kembali stabil (Tasmin et al., 2023).

### 2.3. Model Altman Z-Score

Edward I. Altman menyusun model Altman Z-Score pada 1968 untuk mengukur gulung tikar berbasis pendekatan *Multiple Discriminant Analysis (MDA)*. Model ini menyatukan beberapa rasio akuntansi dalam satu persamaan untuk mengenali potensi kesulitan keuangan perusahaan.

Altman kemudian melakukan pengembangan dan modifikasi terhadap model tersebut. Versi modifikasi tahun 1995 dirancang bagi perusahaan non-manufaktur dan perusahaan penerbit surat utang di negara dengan perekonomian berkembang (Rahmadani & Laksmi, 2026). Studi ini mengadopsi model Altman Z-Score yang telah dimodifikasi 1995 karena objeknya, yaitu perusahaan sektor *trade* dan *retail*, tergolong perusahaan nonmanufaktur.

Ada empat rasio keuangan yang dipakai dalam model Altman Z-Score, yakni:

1. *Working Capital to Total Assets*
2. *Retained Earnings to Total Assets*

3. *Earnings Before Interest and Taxes to Total Assets*
4. *Book Value of Equity to Total Liabilities*

Persamaan model Altman Z-Score adalah:

$$Z = 6,56X_1 + 3,26X_2 + 6,72X_3 + 1,05X_4$$

Keterangan:

$X_1$  = *Working Capital / Total Assets*

$X_2$  = *Retained Earnings / Total Assets*

$X_3$  = *EBIT / Total Assets*

$X_4$  = *Book Value of Equity / Total Liabilities*

Kriteria penilaian model Altman Z-Score:

$Z < 1,1$  = *Distress Zone*

$1,1 < Z < 2,6$  = *Grey Zone*

$Z > 2,6$  = *Safe Zone*

#### 2.4. Model Zmijewski

Mark E. Zmijewski mengenalkan model Zmijewski pada 1984 sebagai model prediksian *financial distress* berbasis pendekatan probit. Model ini memanfaatkan beberapa rasio keuangan yang merefleksikan profitabilitas, leverage, dan likuiditas perusahaan. Model Zmijewski terdiri atas tiga rasio keuangan meliputi:

1. *Return on Assets (ROA)*
2. *Debt Ratio*
3. *Current Ratio*

Pendekatan probit berfungsi mengaitkan keadaan finansial bisnis dengan peluang terjadinya *financial distress*. Persamaan model Zmijewski adalah:

$$X = -4.3 - 4.5X_1 + 5.7X_2 - 0.004X_3$$

Keterangan:

$X_1$  = *Return on Assets*

$X_2$  = *Total Debt / Total Assets*

$X_3$  = *Current Assets / Current Liabilities*

Kriteria klasifikasi model Zmijewski:

$X > 0$ : Perusahaan mengalami *financial distress*

$X < 0$ : Perusahaan tidak mengalami *financial distress*

Ketiga rasio tersebut menggambarkan beberapa tolak ukur kritis dalam mengpyroyeksikan kondisi keuangan korporasi, yaitu tingkat perolehan nilai tambah ekonomis, tingkat kewajiban terhadap aset, serta kemampuan mendanai seluruh utang lancar perusahaan.

#### 2.5. Model Ohlson O-Score

James A. Ohlson menginisiasi modelnya pada 1980 sebagai alat prediksi *financial distress* yang berbasis pendekatan logit (Kartikasari & Hariyani, 2019). Pendekatan ini dipakai untuk memperkirakan peluang

perusahaan mengalami kesulitan keuangan dari gabungan beberapa variabel keuangan.

Model Ohlson mempertimbangkan beberapa aspek kondisi perusahaan, antara lain ukuran perusahaan, leverage, likuiditas, profitabilitas, arus kas, dan dinamika pertumbuhan laba. Dengan banyaknya variabel itu, model dapat menghasilkan potret kondisi keuangan perusahaan yang lebih utuh.

Persamaan model Ohlson adalah:

$$O = -1,32 - 0,407X_1 + 6,03X_2 - 1,43X_3 + 0,0757X_4 - 2,37X_5 - 1,83X_6 + 0,285X_7 - 1,72X_8 - 0,521X_9$$

Yang mana:

O: *Bankruptcy Index*

X1: *Firm Size*

X2: Total Kewajiban/Total Aset

X3: Modal Kerja/Total Aset

X4: Kewajiban Lancar/Aset Lancar

X5: 1 jika total kewajiban > total aset; 0 jika sebaliknya

X6: *Net Income*/Total Aset

X7: Arus Kas Operasi/Total Kewajiban

X8: 1 jika laba bersih negatif; 0 jika sebaliknya

X9:  $(NIt - NIt-1) / (NIt + NIt-1)$

Kriteria *cut-off* model Ohlson adalah:

O > 0,38: perusahaan mengalami *financial distress*

O < 0,38: perusahaan tidak mengalami *financial distress*

Model Ohlson menggunakan kombinasi variabel keuangan yang mencerminkan berbagai aspek kondisi perusahaan. Sebab itu, hasil perhitungannya digunakan dalam kajian ini untuk mengidentifikasi dan membandingkan kemampuan model dalam mendeteksi *financial distress*.

## 2.6. Penelitian Terdahulu

Kajian tentang permodelan prediksi telah di eksplorasi secara luas dengan beragam model estimasi, pada objek, sektor, dan rentang waktu yang berlainan. Penelitian-penelitian sebelumnya dijadikan acuan untuk melihat bagaimana penggunaan model prediksi berkembang, sekaligus sebagai pembanding bagi hasil penelitian ini.

Penelitian (Altman, 1968) membangun model prediksi kebangkrutan untuk perusahaan di Amerika Serikat lewat *Multiple Discriminant Analysis*. Studi tersebut memperlihatkan bahwa gabungan rasio keuangan mampu membedakan perusahaan yang bangkrut dari yang tidak bangkrut. Sementara itu, penelitian (Pertiwi & Putri, 2021) dan (Fahma & Setyaningsih, 2021) memakai model Altman Z-Score dalam rangka menguji potensi kerentanan finansial usaha ritel yang tercatat di Bursa Efek Indonesia tahun 2018–2020. Temuannya, model Altman Z-Score dapat

dipakai untuk mengenali *financial distress* pada perusahaan ritel, termasuk selama masa pandemi COVID-19.

(SEMBIRING & SINAGA, 2022) membandingkan model Altman, Grover, Springate, dan Zmijewski pada perusahaan ritel yang tercatat di Bursa Efek Indonesia. Ditemukan bahwa ketepatan menebak kesulitan keuangan berbeda antarmodel. Pada objek emiten ritel, model Altman tampil lebih unggul daripada Zmijewski.

Selain itu, penelitian (Munawarah et al., 2019) membandingkan model Altman, Zmijewski, Grover, dan Fulmer pada 34 perusahaan sektor Trade and Service yang tercatat di Bursa Efek Indonesia tahun 2013–2017. Tingkat ketepatan Zmijewski dan Fulmer mencapai 100%, Grover 97%, sedangkan Altman hanya 73,5%. Perbedaan hasil empiris itu menunjukkan bahwa kapabilitas model peramalan dapat didorong oleh analisis rasio keuangan dan variabel yang dipakai dalam masing-masing model.

Penelitian (Natania & Suhartono, 2024) menggunakan objek perusahaan manufaktur sektor consumer cyclical subsektor tekstil dan garmen, sehingga memiliki karakteristik yang berbeda dengan sektor *trade* dan *retail* yang digunakan dalam penelitian ini. Selain itu, sebagian besar penelitian terdahulu hanya membandingkan dua atau tiga model *financial distress*, sedangkan penelitian ini membandingkan empat model sekaligus yaitu Altman Z-Score, Zmijewski dan Ohlson O-Score.

Perbedaan kajian akademis terdahulu dengan penelitian ini terdapat pada objek, sektor, periode pengamatan, serta model yang dibandingkan. Penelitian ini berfokus pada pelaku usaha sektor *trade* dan *retail* di Indonesia selama periode 2020–2025 dan membandingkan tiga model, yaitu Altman Z-Score, Zmijewski, dan Ohlson O-Score. Periode 2020–2025 juga mencakup kondisi pandemi COVID-19, masa pemulihan ekonomi, serta periode setelah pandemi. Rentang waktu tersebut memberikan konteks pengamatan yang berbeda dibandingkan penelitian terdahulu yang menggunakan periode sebelum atau hanya sebagian periode pandemi.

Dengan begitu, penelitian ini diharapkan menyumbang bukti empiris tambahan tentang selisih kesanggupan Altman Z-Score, Zmijewski, dan Ohlson O-Score dalam mendeteksi adanya gejala bangkrut pada badan usaha sektor *trade* dan *retail* di Indonesia.

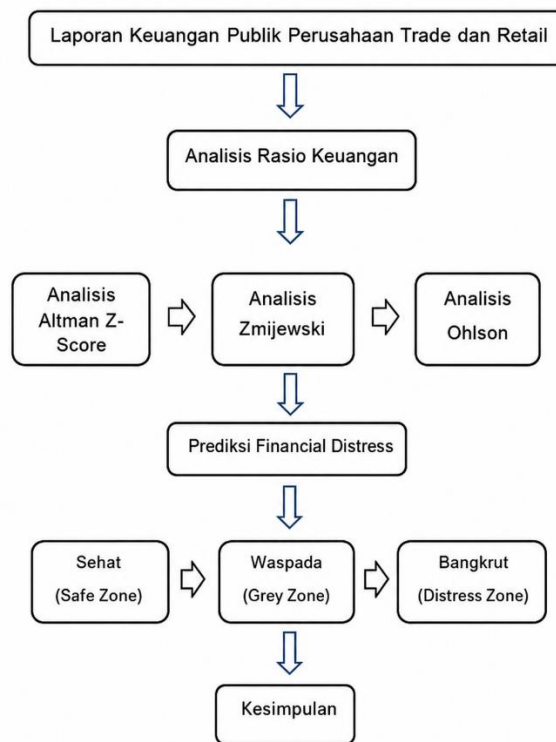
**Tabel 2. 1. Penelitian Terdahulu**

| No | Peneliti       | Judul                                              | Objek yang diteliti                           | Hasil Penelitian                                                     |
|----|----------------|----------------------------------------------------|-----------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------|
| 1  | (Altman, 1968) | <i>Financial Ratios, Discriminant Analysis and</i> | Perusahaan manufaktur di Amerika Serikat yang | Altman Z-Score mampu meramalkan bangkrutan dengan ketepatan 95% pada |

| No | Peneliti                    | Judul                                                                                                                     | Objek yang diteliti                                                                                                          | Hasil Penelitian                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|----|-----------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|    |                             | <i>The Prediction of Corporate Bankruptcy</i>                                                                             | mengalami kebangkrutan dan non-kebangkrutan                                                                                  | satu tahun sebelumnya dan 72% pada dua tahun sebelumnya.                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| 2  | (Beaver, n.d.)              | <i>Financial Ratios as Predictors of Failure</i>                                                                          | Perusahaan gagal dan non-gagal di Amerika Serikat                                                                            | Rasio keuangan terbukti dapat dipakai untuk meramalkan kegagalan perusahaan hingga lima tahun ke depan. sebelum kebangkrutan terjadi. Dibanding rasio lain, rasio arus kas to total debt paling unggul dalam meramalkan Penelitian ini menggunakan pendekatan <i>univariate analysis</i> dalam menganalisis <i>financial distress</i> perusahaan. |
| 3  | (Pertiwi & Putri, 2021)     | Analisis Prediksi <i>Financial Distress</i> dengan Menggunakan Model Altman Z-Score pada Perusahaan Ritel Tahun 2018–2020 | Perusahaan publik sektor ritel yang menjalankan usaha hypermarket, superstore, dan Minimarket di Indonesia periode 2018–2020 | Altman Z-Score dinilai sesuai untuk memprediksi <i>financial distress</i> pada perusahaan ritel. Beberapa perusahaan ritel mengalami indikasi kesulitan keuangan terutama selama COVID- 19.                                                                                                                                                       |
| 4  | (SEMBIRING & SINAGA, 2022)  | Analisis Akurasi Model Altman, Grover, Springate, Zmijewski dalam Memprediksi Kondisi <i>Financial Distress</i>           | Perusahaan ritel yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)                                                                | Model Altman, Grover, Springate, dan Zmijewski terbukti memiliki akurasi prediksi <i>financial distress</i> yang tidak sama. <i>Accuracy</i> Altman paling tinggi dikompere model lainnya.                                                                                                                                                        |
| 5  | (Natania & Suhartono, 2024) | Analisis Perbandingan Akurasi Model Prediksi <i>Financial Distress</i> pada                                               | Perusahaan manufaktur sektor <i>consumer</i>                                                                                 | Temuan empiris mengindikasikan adanya kesenjangan/perbedaan tingkat akurasi antara                                                                                                                                                                                                                                                                |

| No | Peneliti                     | Judul                                                                                                                                                          | Objek yang diteliti                                                                                     | Hasil Penelitian                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|----|------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|    |                              | Perusahaan Manufaktur Sektor Consumer Cyclical (Studi Kasus Subsektor Tekstil dan Garmen di BEI (2020–2022))                                                   | <i>cyclical</i> subsektor tekstil dan garmen yang terdaftar di Bursa Efek Indone sia periode 2020-2022. | Altman, Springate, dan Grover dalam prediksi sakitnya keuangan. Model Altman memiliki tingkat akurasi tertinggi dibandingkan model lainnya.                                                                                                                                                                                                |
| 6  | (Fahma & Setyaningsih, 2021) | Analisis <i>Financial Distress</i> dengan Metode Altman, Zmijewski, Grover, Springate, Ohlson dan Zavgren untuk Memprediksi Kebangkrutan pada Perusahaan Ritel | Perusahaan ritel yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)                                           | Model Zavgren menempati akurasi tertinggi (100%), disusul Ohlson (90%), dalam memprediksi <i>financial distress</i> .                                                                                                                                                                                                                      |
| 7  | (Munawarah et al., 2019)     | Ketepatan Altman Score, Zmijewski Score, Grover Score dan Fulmer Score dalam menentukan <i>Financial Distress</i> pada perusahaan <i>Trade and Service</i>     | Perusahaan <i>Trade and Service</i> yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2013–2017.     | Zmijewski dan Fulmer meraih ketepatan tertinggi (100%), diikuti Grover (97%), sementara Altman 73,5%. Fulmer memiliki tingkat ketepatan tertinggi sebesar 100%, diikuti Grover sebesar 97%, sedangkan Altman sebesar 73,5%. Hal ini memperlihatkan bahwa akurasi prediksi <i>financial distress</i> berbeda dari satu model ke model lain. |

## 2.7. Kerangka Berpikir



**Gambar 2. 1. Kerangka Berpikir**

Sumber: Data diolah Peneliti, 2026

Gambar tersebut memperlihatkan alur tahapan penelitian secara sistematis. Penelitian dimulai dengan pengumpulan data *financial report* publik bisnis sektor trade dan retail tahun 2020–2025. Data itu lalu diproses lewat analisis rasio keuangan dengan tiga model, yaitu Altman Z-Score, Zmijewski, dan Ohlson. Output hitungan tiap model berupa skor yang kemudian digolongkan ke dalam tiga kategori status kesehatan keuangan.

1. Sehat (*Safe Zone*): Kondisi keuangan stabil dan tidak ada indikasi kegagalan.
2. Waspada (*Grey Zone*): Kondisi keuangan yang meragukan dan memerlukan langkah mitigasi.
3. Bangkrut (*Distress Zone*): Kondisi kesulitan keuangan akut yang mengarah pada kegagalan usaha.

Perbandingan status tersebut pada akhirnya menghasilkan kesimpulan tentang model mana yang paling akurat untuk karakteristik perusahaan *trade* dan *retail* di Indonesia, yang selanjutnya menjadi rekomendasi bagi praktisi dan regulator.