



Department of Digital Business

Journal of Artificial Intelligence and Digital Business (RIGGS)

Homepage: <https://journal.ilmudata.co.id/index.php/RIGGS>

Vol. 5 No. 2 (2026) pp: 3390-3403

P-ISSN: 2963-9298, e-ISSN: 2963-914X

Analisis Prediksi Kebangkrutan Menggunakan Metode Altman Z-Score Pada PT Gudang Garam Tbk Periode 2020-2024

¹Dian Anugrah Gaffar, ²Azwar Anwar, ³Masdar Ryketeng

¹²³Program Studi Akuntansi, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Negeri Makassar

¹dianagf311203@gmail.com, ²azwar.anwar@unm.ac.id, ³masdar.rvketeng@unm.ac.id

Abstrak

Penelitian ini bertujuan: (1) untuk menganalisis prediksi kebangkrutan PT Gudang Garam Tbk menggunakan metode Altman Z-Score selama periode 2020-2024. Variabel penelitian ini adalah Prediksi Kebangkrutan sebagai variabel tunggal. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh dokumen laporan keuangan PT Gudang Garam Tbk, sedangkan sampel dalam penelitian ini adalah laporan keuangan berupa laporan posisi keuangan dan laporan laba rugi tahun 2020–2024. Teknik pengumpulan data dalam penelitian ini menggunakan teknik dokumentasi. Teknik Analisis Data kuantitatif deskriptif dalam memprediksi kebangkrutan PT Gudang Garam Tbk dengan memanfaatkan data sekunder berupa laporan keuangan periode 2020–2024 yang diperoleh melalui teknik dokumentasi dari situs resmi Bursa Efek Indonesia untuk melakukan prediksi kebangkrutan PT Gudang Garam Tbk, penelitian ini menerapkan analisis Altman Z-Score dengan metode kuantitatif deskriptif sehingga peneliti dapat menarik kesimpulan yang relevan. Hasil penelitian ini (1) menunjukkan bahwa tingkat kebangkrutan PT Gudang Garam Tbk selama periode 2020–2024 berada pada nilai z-score di atas 2,99, yang berarti PT Gudang Garam Tbk berada dalam kategori zona aman (*safe zone*) dari risiko kebangkrutan. Meskipun demikian, terjadi penurunan nilai z-score tahun ke tahun. Meskipun penurunan tersebut belum menggeser perusahaan keluar dari zona aman, tren ini mengindikasikan adanya peningkatan risiko finansial yang perlu diwaspadai karena mendekati batas zona rawan (*grey zone*). Sehingga kondisi keuangan perusahaan perlu mendapat perhatian lebih lanjut.

Kata kunci: Prediksi Kebangkrutan, Altman Z-Score, Laporan Keuangan

1. Latar Belakang

Ketidakpastian perekonomian global maupun nasional semakin terasa dalam beberapa tahun terakhir ditandai dengan kenaikan inflasi, fluktuasi nilai tukar rupiah, penyesuaian suku bunga acuan, serta perubahan kebijakan pemerintah yang mempengaruhi pola konsumsi masyarakat (Maulana *et al.*, 2025). Kondisi ini berdampak langsung pada berbagai sektor industri, khususnya industri barang konsumsi yang berperan penting dalam penerimaan negara. Di antara sektor tersebut, Industri Hasil Tembakau (IHT) menempati posisi strategis karena kontribusinya terhadap penerimaan cukai dan pajak, penyerapan tenaga kerja, serta keterkaitannya dengan rantai pasok nasional. Meski demikian, perkembangan ICT tidak terlepas dari dinamika kebijakan yang menuntut perusahaan untuk terus beradaptasi agar mampu menjaga kinerja di tengah. Kondisi ekonomi yang penuh ketidakpastian (Masitoh, 2024).

Industri Hasil Tembakau (IHT) memegang peranan penting dalam perekonomian Indonesia. Salah satu subsektornya, yakni industri rokok, menjadi penyumbang terbesar penerimaan negara melalui Cukai Hasil Tembakau (CHT), yang pada tahun 2023 tercatat mencapai sekitar 188,9 triliun rupiah hingga pertengahan Desember yang menunjukkan besarnya kontribusi CHT dalam struktur APBN (Agustin *et al.*, 2025). Dibalik kontribusi tersebut Pu spita (2025), menyatakan bahwa industri ini menghadapi berbagai tantangan yang semakin kompleks dari sisi permintaan dimana tren konsumsi rokok mengalami penurunan akibat meningkatnya kesadaran masyarakat terhadap kesehatan, gencarnya kampanye anti-merokok, serta dampak pandemi COVID-19 yang menaikan produksi. Kompleksitas industri rokok semakin bertambah dengan adanya implikasi sosial, seperti potensi Pemutusan Hubungan Kerja (PHK) akibat penurunan produksi dan tingginya beban kesehatan masyarakat akibat konsumsi rokok (De ny, 2025).

Regulasi pemerintah terkait kebijakan mengimplementasi kenaikan tarif cukai rata-rata 10 persen untuk periode 2023–2024, termasuk pada rokok elektrik, Hasil Pengolahan Hasil Tembakau (HPHT), dan Sigaret Kretek Tangan (SKT) (Kementerian Sekretariat Negara RI, 2022). Kenaikan tarif cukai yang diberlakukan pemerintah tidak hanya mempengaruhi harga jual, tetapi juga berdampak pada tren produksi rokok di Indonesia didukung oleh pernyataan Rizaty (2022), bahwa produksi rokok di Indonesia mencapai 323,9 Miliar batang pada 2022 dan jumlah tersebut menurun 3,26 persen dibandingkan pada tahun sebelumnya yang sebesar 334,8 miliar batang. Penurunan ini mencerminkan tekanan yang dihadapi industri akibat regulasi, pergeseran pola konsumsi, dan persaingan pasar. Khairunisa (2024), memperjelas bahwa kebijakan kenaikan tarif Cukai Hasil Tembakau (CHAT) yang ditetapkan pemerintah memang bertujuan untuk mengendalikan konsumsi, tetapi justru memicu pergeseran konsumsi ke rokok ilegal dengan harga lebih murah.

Fenomena maraknya rokok ilegal menurut Nugraha (2024), menunjukkan bahwa penurunan produksi rokok nasional tidak serta-merta diikuti oleh penurunan konsumsi melainkan pangsa pasar rokok ilegal meningkat dari 28,12 persen pada 2022 menjadi 30,96 persen pada 2023, dan melonjak hingga 46,95 persen pada 2024. Peningkatan tersebut mengindikasikan terjadinya pergeseran konsumsi dari rokok ilegal ke rokok legal yang menawarkan harga lebih murah dan adanya pihak yang tidak bertanggungjawab yang mengedarkan penjualan rokok yang tidak memiliki izin atau pita cukai yang sah, termasuk yang menggunakan pita cukai palsu atau bekas (Fadlu rrohman, 2024).

Sejalan dengan data Kementerian Keuangan yang menyatakan adanya penurunan produksi rokok nasional pada 2022 akibat kebijakan cukai yang lebih ketat serta pembatasan pemasaran. Menariknya, data Badan Pusat Statistik (2025), menunjukkan bahwa rata-rata pengeluaran per kapita per bulan untuk rokok hampir setara dengan pengeluaran untuk padi-padian. Temuan ini memperlihatkan bahwa permintaan terhadap rokok tetap tinggi meskipun produksi resmi mengalami penurunan.

Perusahaan yang menjadi sorotan dalam industri rokok nasional adalah PT Gudang Garam Tbk, produsen rokok terbesar di Indonesia yang tercatat di Bursa Efek Indonesia. Sebagai perusahaan publik, PT Gudang Garam Tbk memiliki kewajiban untuk menjaga kinerja keuangannya agar tetap sehat. Perusahaan ini dikenal sebagai penghasil berbagai varian rokok meliputi Sigaret Kretek Tangan (SKT) dan Sigaret Kretek Mesin (SKM), namun lima tahun terakhir ini PT Gudang Garam Tbk menghadapi tantangan yang cukup kompleks dalam menjaga stabilitas keuangannya.

Tabel 1. Data Laporan Keuangan PT Gudang Garam Tbk Periode 2020-2024
(Dalam Ribuan Rupiah)

Aspek	2020	2021	2022	2023	2024
Pendapatan	114.477.311	124.881.266	124.682.692	118.952.997	98.655.483
Biaya Pokok Penjualan	97.089.067	110.608.655	113.587.089	104.357.376	89.275.859
Laba Bruto	17.388.244	14.272.611	11.095.603	14.595.621	9.379.624
Laba Sebelum Pajak	7.286.846	9.663.133	3.646.521	6.860.816	1.400.554
Penghasilan					
Laba Ditahan	57.340.043	58.105.843	56.673.532	59.680.407	60.734.156
Laba Bersih	7.647.729	5.605.321	2.779.742	5.324.516	980.804
Beban Bunga	382.722	74.919	262.405	578.782	502.906
Liabilitas Jangka Pendek	17.009.992	28.369.283	29.125.010	29.536.433	20.824.215
Liabilitas Jangka Panjang	2.658.949	2.306.812	1.581.641	2.051.547	2.198.470
Total Liabilitas	19.668.941	30.676.095	30.706.651	31.587.980	23.022.685
Total Ekuitas	58.522.468	59.288.274	57.855.966	60.862.843	61.916.591
Aset Lancar	49.537.929	59.312.578	55.445.127	54.115.182	47.590.906

Aset Tidak Lancar	28.653.480	30.651.791	33.117.490	38.335.641	37.348.370
Total Aset	78.191.409	89.964.369	88.562.617	92.450.823	84.939.276
Harga Saham Pasar	41.000	30.600	18.000	20.325	13.275

Sumber: www.idx.co.id. (data diolah, 2025)

Berdasarkan Tabel 1, data laporan keuangan PT Gudang Garam Tbk sepanjang periode 2020–2024 menunjukkan tren yang kurang baik. Pendapatan yang sempat mencapai 124,88 triliun rupiah pada 2021 terus merosot hingga hanya 98,65 triliun rupiah pada 2024, disertai penurunan laba bersih tajam dari 7,64 triliun rupiah pada 2020 menjadi 980,80 miliar rupiah pada 2024. Kondisi ini tuitwit dipengaruhi oleh meningkatnya beban pokok dan biaya operasional di tengah berkurangnya volume produksi. Total aset dan ekuitas relatif stagnan, seimeintara nilai pasar saham anjlok dari 41.000 per lembar pada 2020 menjadi 13.275 per lembar pada 2024. Berdasarkan laporan keuangan, beban pokok penjualan perusahaan mengalami fluktuasi dari tahun ke tahun, sehingga mempengaruhi tingkat profitabilitas dan kinerja keuangan perusahaan (PT Gudang Garam Tbk, 2022).

Penurunan kinerja keuangan, PT Gudang Garam Tbk juga diterpa isu Pemutusan Hubungan Kerja (PHK) massal pada tahun ini 2025. Langkah ini dipandang sebagai upaya efisiensi perusahaan dalam menghadapi penurunan pendapatan dan laba. Isu PHK tidak hanya menimbulkan kekhawatiran di kalangan karyawan, tetapi juga menandakan adanya tekanan serius pada operasional perusahaan (Ramadhan, 2025). Dampaknya berpotensi meilias, tidak hanya pada tenaga kerja internal, tetapi juga pada rantai pasok. Hal ini sejalan dengan isu bahwa PT Gudang Garam Tbk menghentikan pembelian tembakau dari petani Temanggung sejak tahun 2024 akibat penurunan penjualan dan surplus stok yang masih mencukupi kebutuhan produksi hingga beberapa tahun mendatang (We rdiono, 2025). Keputusan tersebut menimbulkan keresahan dan berpotensi mengganggu keberlangsungan ekonomi lokal yang sangat bergantung pada hasil panen tembakau.

PT Gudang Garam Tbk juga dihadapkan pada kasus hukum yang menyeret pemilik PT Gudang Garam Tbk, Susilo Wonowidjojo, terkait kredit macet PT Hair Star Indonesia (HSI) kepada Bank OCBC NISP sebesar 232 miliar rupiah, di mana HSI diketahui merupakan anak perusahaan dari PT Hari Mahardika Utama yang masih memiliki keterkaitan dengan Gudang Garam (CNBC Indonesia, 2023). Kombinasi dari permasalahan internal maupun eksternal tersebut menunjukkan bahwa perusahaan berada dalam kondisi yang rentan, sehingga memunculkan kekhawatiran terhadap keberlanjutan perusahaan dimasa mendatang yang pada akhirnya dapat memicu potensi terjadinya kebangkrutan.

Sakinah & Muniarty (2021), menyatakan bahwa kebangkrutan merupakan keadaan ketika perusahaan tidak mampu beroperasi secara maksimal akibat adanya kesulitan keuangan. Kesulitan keuangan adalah situasi di mana perusahaan tidak sanggup memenuhi kewajiban finansialnya pada saat jatuh tempo, karena kondisi ini dapat berkembang menjadi kebangkrutan, yakni keadaan ketika perusahaan tidak lagi memiliki cukup dana untuk menjalankan atau melanjutkan aktivitas operasionalnya sehingga sasaran awal perusahaan tidak tercapai (Su dharyati *et al.*, 2022).

Kebangkrutan berdampak serius karena menyebabkan hilangnya aktivitas operasi serta memutus hubungan antara perusahaan dengan pihak-pihak yang berkepentingan, seperti karyawan, investor, kreditor, hingga pemerintah. Stabilitas keuangan perusahaan menjadi perhatian utama berbagai stakeholder, sebab keberlangsungan usaha menentukan tingkat kemakmuran dan keberlanjutan investasi mereka. (Octavia, 2023). Dalam hal ini, analisis kebangkrutan memiliki peran penting sebagai sistem peringatan dini yang dapat memberikan tanda-tanda awal kesulitan keuangan, membantu manajemen mengambil tindakan korektif lebih awal, serta menjadi dasar pengambilan keputusan yang lebih tepat bagi pihak internal maupun eksternal. Selain itu, prediksi kebangkrutan memungkinkan pihak terkait meminimalkan kerugian, mengevaluasi kinerja perusahaan, dan memperoleh pembelajaran berharga untuk mencegah kegagalan serupa di masa depan.

Kasus nyata seperti PT Cottonindo Ariesta Tbk (KAPAS) yang mengalami kebangkrutan akibat berhentinya operasional saat pandemi dan menimbulkan kesulitan likuiditas, diperparah dengan suspensi saham berkepanjangan yang membuat perusahaan kehilangan akses pendanaan serta kepercayaan investor (Pu rwanti, 2022). Kondisi serupa juga dialami PT Sri Rejeki Isman Tbk (Sritex) yang dinyatakan pailit setelah gagal memenuhi kewajiban pembayaran utang. Fenomena ini menunjukkan betapa pentingnya analisis kebangkrutan

sebagai instrumen untuk mengantisipasi risiko sekaligus menjaga kelangsungan usaha perusahaan publik (Se tiawati, 2025).

Beragam metode pengukuran kebangkrutan telah dikembangkan, di antaranya oleh Zmijewski (1984) dengan model X-score, Ohlson (1980) dengan model Y-score, serta Altman (1968) dengan model Z-Score. Masing-masing metode memiliki keunggulan dan keterbatasan tersendiri. Metode Zmijewski dianggap lebih sederhana karena hanya menggunakan beberapa rasio keuangan, namun tingkat akurasi cenderung rendah terutama pada perusahaan non-finansial. Sementara itu, metode Ohlson memiliki cakupan penerapan yang lebih luas karena melibatkan sembilan variabel, tetapi bersifat lebih kompleks dan membutuhkan jumlah data yang lebih banyak (Triyono & Ahmar, 2024).

Beberapa metode analisis kebangkrutan yang telah dijelaskan di atas, peneliti memutuskan untuk menggunakan metode analisis Altman Z-Score karena metode Z-Score relatif mudah digunakan serta mampu mencapai tingkat akurasi prediksi hingga 95 persen. Metode ini terbukti ketika Altman (1968) melakukan penelitian menggunakan sampel 66 perusahaan manufaktur yang dibagi menjadi dua kelompok, yaitu 33 perusahaan dinyatakan bangkrut dan 33 perusahaan lainnya tidak mengalami kebangkrutan (Aini *et al.*, 2025).

Berdasarkan ulasan di atas, PT Gudang Garam Tbk sebagai perusahaan manufaktur di subsektor industri hasil tembakau memiliki peran penting dalam perekonomian Indonesia dan memberikan kontribusi signifikan terhadap penerimaan negara, khususnya melalui Cukai Hasil Tembakau. Perusahaan ini dituntut untuk menjaga kinerja keuangannya dan menghindari potensi kesulitan keuangan yang dapat mengancam kelangsungan usaha. Oleh karena itu, penggunaan model prediksi kebangkrutan menjadi hal yang krusial untuk memperkirakan kondisi keuangan di masa mendatang, sehingga berbagai kemungkinan risiko dapat diantisipasi sejak dini. Berdasarkan uraian tersebut, penulis memilih judul penelitian “**Analisis Prediksi Kebangkrutan Menggunakan Metode Altman Z-Score pada PT Gudang Garam Tbk Periode 2020–2024**”.

2. Metode Penelitian

Penelitian ini menggunakan variabel tunggal, yaitu kebangkrutan. Kebangkrutan didefinisikan sebagai suatu kondisi ketika perusahaan tidak mampu memenuhi kewajibannya, baik jangka pendek maupun jangka panjang, sehingga berpotensi mengganggu kelangsungan usaha (*going concern*). Dalam penelitian ini, kebangkrutan dipahami sebagai cerminan kondisi keuangan perusahaan yang menunjukkan sejauh mana kemampuan perusahaan dalam mempertahankan operasionalnya.

Penelitian ini memakai pendekatan kuantitatif deskriptif dalam memprediksi kebangkrutan PT Gudang Garam Tbk dengan memanfaatkan data sekunder berupa laporan keuangan periode 2020–2024 yang diperoleh melalui teknik dokumentasi dari situs resmi Bursa Efek Indonesia di alamat www.idx.co.id Untuk melakukan prediksi kebangkrutan PT Gudang Garam Tbk, penelitian ini menerapkan analisis Altman Z-Score dengan metode kuantitatif deskriptif sehingga peneliti dapat menarik kesimpulan yang relevan.

3. Hasil dan Diskusi

3.1. Hasil

Analisis prediksi kebangkrutan menggunakan metode Altman Z-Score bertujuan untuk mengidentifikasi kondisi keuangan perusahaan, apakah berada dalam keadaan aman, berada pada zona rawan, atau berpotensi mengalami kebangkrutan. Informasi ini membantu dalam menilai keberlangsungan operasional perusahaan. Penentuan kondisi tersebut didasarkan pada nilai Z-Score yang diperoleh, yang kemudian dibandingkan dengan kategori atau titik batas (*cut-off*) yang telah ditetapkan. Oleh karena itu, diperlukan perhitungan rasio-rasio keuangan dengan menggunakan rumus Altman Z-Score sebagai berikut:

3.1.1. Modal Kerja Bersih Terhadap Total Aset (X_1)

Modal Kerja Bersih

Modal kerja bersih (*Net Working Capital*) adalah selisih antara aset lancar dan liabilitas lancar. Rasio ini menggambarkan seberapa besar kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek menggunakan aset yang mudah dicairkan. Semakin besar modal kerja bersih, maka semakin tinggi tingkat likuiditas perusahaan, sehingga risiko gagal bayar dalam jangka pendek semakin kecil. Adapun rumus untuk menghitung modal kerja adalah sebagai berikut:

$$\text{Modal Kerja} = \text{Aset Lancar} - \text{Liabilitas Lancar}$$

Tabel 2. Perhitungan Modal Kerja PT Gudang Garam Tbk Tahun 2020-2024 (Triliun Rupiah)

Tahun	Aset Lancar (a)	Liabilitas Lancar (b)	Modal Kerja (a-b)
2020	49.537.929	17.009.992	32.527.937
2021	59.312.578	28.369.283	30.943.295
2022	55.445.127	29.125.010	26.320.117
2023	54.115.182	29.536.433	24.578.749
2024	47.590.906	20.824.215	26.766.691

Sumber: Bursa Efek Indonesia, 2025 (Data diolah)

Berdasarkan Tabel 2, modal kerja PT Gudang Garam Tbk pada tahun 2020, sebesar 32.527.937 triliun rupiah. Nilai modal kerja kemudian mengalami penurunan secara bertahap pada periode 2021 hingga 2023. Penurunan tersebut disebabkan oleh meningkatnya liabilitas lancar yang disertai dengan penurunan aset lancar, sehingga selisih antara aset lancar dan kewajiban jangka pendek menjadi lebih kecil dari tahun ke tahun.

Pada tahun 2024, modal kerja bersih kembali meningkat menjadi 26.766.691 triliun rupiah. Peningkatan ini terjadi karena liabilitas lancar mengalami penurunan yang lebih besar dibandingkan penurunan aset lancar, sehingga selisih antara aset lancar dan kewajiban jangka pendek kembali membaik dibandingkan periode sebelumnya.

Modal Kerja Bersih Terhadap Total Aset

Hasil dari perhitungan rasio ini menggambarkan mengenai kontribusi modal kerja dalam struktur aset perusahaan. Hasil perhitungan modal kerja yang positif menunjukkan bahwa aset lancar perusahaan lebih besar dibandingkan liabilitas lancar, sehingga perusahaan memiliki tingkat keamanan likuiditas yang baik untuk menjalankan operasionalnya. Sebaliknya, modal kerja negatif mengindikasikan adanya kesenjangan likuiditas yang dapat mengganggu keberlangsungan operasional dalam jangka pendek. Adapun rumus untuk menghitung rasio ini adalah sebagai berikut:

$$X_1 = \frac{\text{Modal Kerja}}{\text{Total Aset}}$$

Tabel 3. Perhitungan Modal Kerja Terhadap Total Aset PT Gudang Garam Tbk Tahun 2020- 2024 (Triliun Rupiah)

Tahun	Modal Kerja	Total Aset	X ₁
2020	32.527.937	78.191.409	0.42
2021	30.943.295	89.964.369	0.34
2022	26.320.117	88.562.617	0.30
2023	24.578.749	92.450.823	0.27
2024	26.766.691	84.939.276	0.32

Sumber: Bursa Efek Indonesia, 2025 (Data diolah)

Berdasarkan Tabel 3, hasil perhitungan nilai rasio X₁ PT Gudang Garam Tbk pada tahun 2020 sebesar 0,42 nilai ini menunjukkan besaran aset perusahaan yang di alokasikan dalam bentuk modal kerja bersih untuk menopang aktivitas operasional perusahaan dalam waktu jangka pendek. Pada tahun 2021-2023 nilai rasio X₁ mengalami penurunan proporsi modal kerja dari total aset perusahaan dari 0.43 turun ke 0.27 yang mengindikasikan bahwa proporsi modal kerja dalam stuktur aset perusahaan menjadi lebih kecil selama periode tersebut. Namun demikian pada tahun 2024 nilai rasio X₁ mengalami kenaikan sebesar 0.32, yang menunjukkan bahwa proporsi modal kerja dari total aset mulai membaik dalam menunjang kewajiban jangka pendek perusahaan.

3.1.2. Laba Ditahan Terhadap Total Aset (X₂)

Hasil perhitungan rasio ini menggambarkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba ditahan dari total aktiva perusahaan. Laba ditahan merupakan laba yang tidak dibagikan kepada para pemegang saham. Dengan kata

lain, laba ditahan menunjukkan berapa banyak pendapatan perusahaan yang tidak dibayarkan dalam bentuk deviden kepada para pemegang saham. Nilai rasio yang positif menunjukkan bahwa perusahaan memiliki akumulasi laba yang baik dan kondisi finansial yang stabil, sedangkan nilai yang negatif mengindikasikan adanya akumulasi kerugian, sehingga menunjukkan lemahnya kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dan dapat menimbulkan ketergantungan pada sumber pendanaan eksternal. Adapun rumus untuk menghitung rasio ini adalah sebagai berikut:

$$X_2 = \frac{\text{Laba Ditahan}}{\text{Total Aset}}$$

Tabel 4. Laba Ditahan terhadap Total Aset PT Gudang Garam Tbk Tahun 2020-2024 (Triliun Rupiah)

Tahun	Laba Ditahan	Total Aset	X ₂
2020	57.340.043	78.191.409	0.73
2021	58.105.843	89.964.369	0.65
2022	56.673.532	88.562.617	0.64
2023	59.680.407	92.450.823	0.65
2024	60.734.156	84.939.276	0.72

Sumber: Bursa Efek Indonesia, 2025 (Data diolah)

Berdasarkan Tabel 4, diketahui hasil perhitungan nilai rasio X_2 pada tahun 2020, sebesar 0,73 nilai ini menunjukkan bahwa sebagian besar aset perusahaan berasal dari laba yang dihasilkan dan ditahan pada periode sebelumnya. Namun, rasio ini mengalami fluktuatif pada periode 2021–2023, di mana nilai X_2 bergerak di kisaran 0,64 – 0,65. Kondisi tersebut terjadi karena pertumbuhan total aset perusahaan tidak sepenuhnya diimbangi oleh peningkatan laba ditahan. Sebelum kembali meningkat pada tahun 2024 menjadi 0,72. Kondisi ini mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba, memiliki daya tahan finansial yang baik, serta risiko kebangkrutan yang relatif rendah.

3.1.3. Laba Sebelum Bunga dan Pajak Terhadap Total Aset (X_3)

Hasil dari perhitungan rasio ini memberikan gambaran terkait tingkat pengembalian atas aset yang dihitung dengan membagi laba sebelum bunga dan pajak tahunan perusahaan dengan total aset pada neraca akhir tahun. Rasio ini digunakan untuk mengukur produktivitas atau keuntungan yang sebenarnya dari aset perusahaan. Semakin rendah tingkat profitabilitas perusahaan berarti semakin tidak efisien dan tidak efektif perusahaan dalam menggunakan keseluruhan aset dalam menghasilkan laba perusahaan begitu sebaliknya. Adapun rumus untuk menghitung rasio ini adalah sebagai berikut:

$$X_3 = \frac{\text{Laba Sebelum Bunga dan Pajak}}{\text{Total Aset}}$$

Tabel 5. Perhitungan Laba Sebelum Bunga dan Pajak Terhadap Total Aset PT Gudang Garam Tbk Tahun 2020–2024 (Triliun Rupiah)

Tahun	Laba Sebelum Bunga dan Pajak	Total Aset	X ₃
2020	10.045.855	78.191.409	0.13
2021	7.361.765	89.964.369	0.08
2022	3.908.926	88.562.617	0.04
2023	7.439.598	92.450.823	0.08
2024	1.903.460	84.939.276	0.02

Sumber: Bursa Efek Indonesia, 2025 (Data diolah)

Berdasarkan Tabel 5, diketahui hasil perhitungan nilai rasio X_3 pada tahun 2020, sebesar 0,13 yang menunjukkan bahwa perusahaan masih mampu memanfaatkan asetnya secara relatif efisien dalam menghasilkan laba operasional. Selanjutnya, pada periode 2021–2023, rasio X_3 mengalami fluktuasi yang menunjukkan adanya perubahan tingkat produktivitas dan efisiensi penggunaan aset perusahaan dalam menghasilkan laba operasional. Namun demikian, pada tahun 2024, nilai rasio X_3 kembali mengalami penurunan yang signifikan menjadi 0,02. Kondisi ini menunjukkan bahwa perusahaan berada pada tingkat profitabilitas yang sangat rendah serta semakin kurang efisien dalam memanfaatkan keseluruhan asetnya untuk menghasilkan laba operasional.

3.1.4. Nilai Pasar Ekuitas Terhadap Total Utang (X₄)

Nilai Pasar Ekuitas

Nilai pasar ekuitas adalah total nilai pasar dari semua saham beredar suatu perusahaan yang mencerminkan ukuran dan nilai perusahaan yang tersedia bagi pemegang saham ekuitas.

Dimana:

$$\text{Nilai Pasar Ekuitas} = \text{Harga Saham Per Lembar} \times \text{Saham Beredar}$$

Tabel 6. Perhitungan Nilai Pasar Ekuitas PT Gudang Garam Tbk Tahun 2020–2024 (Triliun Rupiah)

Tahun	Harga Saham (a)	Saham Beredar (b)	Nilai Pasar Ekuitas (a x b)
2020	41.000	1.924.088	78.887.608
2021	30.600	1.924.088	58.877.092
2022	18.000	1.924.088	34.633.584
2023	20.325	1.924.088	39.107.088
2024	13.275	1.924.088	25.542.268

Sumber: Bursa Efek Indonesia, 2025 (Data diolah)

Berdasarkan Tabel 6, diketahui hasil perhitungan nilai pasar ekuitas PT Gudang Garam Tbk menunjukkan pola penurunan yang konsisten sepanjang tahun 2020–2024. Penurunan ini terutama dipengaruhi oleh merosotnya harga saham perusahaan sementara jumlah saham beredar tetap konstan. Akibatnya, total nilai pasar ekuitas yang dihasilkan dari perkalian harga saham dengan saham beredar juga terus menurun setiap tahun.

Nilai Pasar Ekuitas Terhadap Total Utang

Hasil perhitungan dari rasio ini memberikan gambaran seberapa besar kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban-kewajiban dari nilai pasar modal sendiri, nilai pasar ekuitas yang dimaksud adalah jumlah lembar saham perusahaan yang beredar dikalikan dengan harga penutupan saham per lembar, dan total utang diperhitungkan dengan menjumlahkan utang jangka pendek dan utang jangka panjang. Nilai pasar ekuitas mencerminkan persepsi pasar terhadap nilai perusahaan, sedangkan total utang menunjukkan seluruh kewajiban yang harus dipenuhi oleh perusahaan.

Dengan demikian, nilai dari rasio ini menunjukkan tingkat keamanan finansial perusahaan. Semakin tinggi nilai rasio, semakin besar kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban utangnya menggunakan nilai pasar ekuitasnya. Sebaliknya, rasio yang rendah mengindikasikan bahwa posisi ekuitas perusahaan relatif kecil dibandingkan beban utangnya, sehingga tingkat perlindungan bagi investor menjadi lebih rendah. Adapun rumus untuk menghitung rasio ini adalah sebagai berikut:

$$X_4 = \frac{\text{Nilai Pasar Ekuitas}}{\text{Total Utang}}$$

Tabel 7. Perhitungan Nilai Pasar Ekuitas Terhadap Total Utang PT Gudang Garam Tbk Tahun 2020–2024 (Triliun Rupiah)

Tahun	Nilai Pasar Ekuitas	Total Utang	X ₄
2020	78.887.608	19.668.941	4.01
2021	58.877.092	30.676.095	1.91
2022	34.633.584	30.706.651	1.12
2023	39.107.088	31.587.980	1.23
2024	25.542.268	23.022.685	1.10

Sumber: Bursa Efek Indonesia, 2025 (Data diolah)

Berdasarkan Tabel 7, diketahui hasil perhitungan nilai rasio X₄ PT Gudang Garam Tbk pada tahun 2020 sebesar 4,01, yang menunjukkan bahwa nilai pasar ekuitas perusahaan jauh melebihi total utangnya. Kondisi ini mencerminkan struktur permodalan yang baik dan tingkat risiko kesulitan keuangan cenderung lebih rendah. Namun pada tahun 2021- 2022 rasio X₄ mengalami penurunan dari 1,19 turun ke 1,12 yang mencerminkan berkurangnya kemampuan ekuitas pasar dalam menutupi kewajiban perusahaan. Penurunan ini menunjukkan melemahnya posisi permodalan, baik akibat penurunan nilai pasar ekuitas maupun peningkatan total utang.

Pada tahun 2023 nilai rasio X_4 meningkat menjadi 1,23, yang menunjukkan adanya perbaikan dalam struktur permodalan perusahaan. Namun, pada tahun 2024 nilai rasio X_4 kembali menurun menjadi 1,10, yang menunjukkan bahwa kemampuan nilai pasar ekuitas dalam menutup total utang kembali melemah. Kondisi ini mengindikasikan bahwa perusahaan masih menghadapi tekanan dalam menjaga keseimbangan antara ekuitas dan kewajiban.

3.1.5. Total Pendapatan Terhadap Total Aset (X_5)

Hasil perhitungan dari rasio ini memberikan gambaran seberapa besar kemampuan perusahaan dalam memanfaatkan total aset yang dimilikinya untuk menghasilkan pendapatan. Dengan kata lain, rasio ini mencerminkan tingkat efektivitas aset dalam mendukung aktivitas operasional perusahaan. Semakin tinggi nilai rasio, semakin efektif aset perusahaan dalam menghasilkan pendapatan. Sebaliknya, penurunan rasio menunjukkan berkurangnya efisiensi penggunaan aset dalam operasi bisnis.

$$X_5 = \frac{\text{Pendapatan}}{\text{Total Aset}}$$

Tabel 8. Total Pendapatan Terhadap Total Aset PT Gudang Garam Tbk Tahun 2020–2024 (Triliun Rupiah)

Tahun	Pendapatan	Total Aset	X_5
2020	114.477.311	78.191.409	1.46
2021	124.881.266	89.964.369	1.39
2022	124.682.692	88.562.617	1.41
2023	118.952.997	92.450.823	1.29
2024	98.655.483	84.939.276	1.16

Sumber: Bursa Efek Indonesia, 2025 (Data diolah)

Berdasarkan Tabel 8, diketahui hasil perhitungan rasio X_5 PT Gudang Garam Tbk pada tahun 2020 sebesar 1,46, yang menunjukkan bahwa aset perusahaan dimanfaatkan secara efektif dalam menghasilkan pendapatan. Nilai tersebut mencerminkan tingkat perputaran aset yang digunakan perusahaan untuk menghasilkan pendapatan. Selanjutnya, pada tahun 2021, rasio X_5 mengalami menurun menjadi 1,39, yang menunjukkan terjadinya penurunan efektivitas penggunaan aset. Kondisi ini mengindikasikan bahwa peningkatan aset tidak sepenuhnya diikuti oleh pertumbuhan pendapatan.

Pada tahun 2022, nilai rasio meningkat menjadi 1,41, yang mencerminkan adanya perbaikan dalam pemanfaatan aset untuk menghasilkan pendapatan. Namun demikian, pada periode 2023–2024, rasio X_5 kembali mengalami penurunan, masing-masing menjadi 1,29 pada tahun 2023 dan 1,16 pada tahun 2024. Penurunan ini mencerminkan semakin rendahnya tingkat efektivitas pemanfaatan aset perusahaan dalam menghasilkan pendapatan.

Tabel 9. Rekapitulasi perhitungan Rasio X_1 , X_2 , X_3 , X_4 dan X_5

Tahun	X_1	X_2	X_3	X_4	X_5
2020	0,42	0,73	0,13	4,01	1,46
2021	0,34	0,65	0,08	1,91	1,39
2022	0,30	0,64	0,04	1,12	1,41
2023	0,27	0,65	0,08	1,23	1,29
2024	0,32	0,72	0,02	1,10	1,16

Sumber: Penulis, 2025 (Data diolah)

Berdasarkan hasil perhitungan atas kelima rasio yang telah disajikan pada tabel diatas, langkah berikutnya adalah memasukkan nilai-nilai rasio tersebut ke dalam persamaan Altman Z-Score. Model persamaan serta output dari proses perhitungan tersebut disajikan sebagai berikut.

$$Z\text{-Score} = 1,2 (X_1) + 1,4 (X_2) + 3,3 (X_3) + 0,6 (X_4) + 0,9 (X_5)$$

Keterangan:

Z = *Bankruptcy Index*

X_1 = *Working Capital / Total Asset*

X_2 = *Retained Earnings / Total Asset*

X_3 = *Earning Before Interest and Taxes / Total Asset*

$X_4 = \text{Market Value of Equity} / \text{Book Value of Total Debt}$

$X_5 = \text{Sales} / \text{Total Asset}$

Dengan Kriteria *Cut-Off* Metode Altman Z-Score, yaitu:

Jika $Z < 1,8$ perusahaan diklasifikasikan dalam kondisi distress (berisiko bangkrut);

Jika $1,8 < Z < 2,99$ perusahaan berada pada *grey area*, artinya kondisi keuangannya tidak pasti;

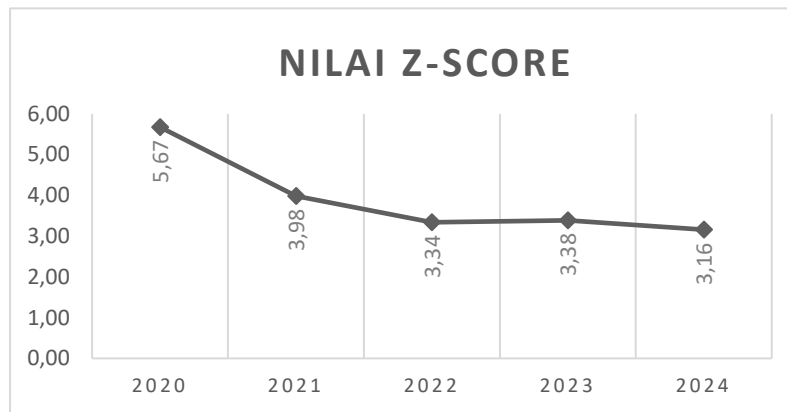
Jika $Z > 2,99$ perusahaan dianggap berada dalam kondisi *Safe Zone* (tidak bangkrut).

Ringkasan hasil perhitungan menggunakan metode Altman Z-Score disajikan pada tabel berikut.

Tabel 10. Perhitungan Prediksi Kebangkrutan Menggunakan Metode Altman Z- Score pada PT Gudang Garam Tbk Tahun 2020–2024

Tahun	1,2 (X ₁) (a)	1,4 (X ₂) (b)	3,3 (X ₃) (c)	0,6 (X ₄) (d)	0,9 (X ₅) (e)	Z-Score (a+b+c+d+e)	Zona
2020	0,50	1,03	0,42	2,41	1,32	5,67	Safe Zone
2021	0,41	0,90	0,27	1,15	1,25	3,98	Safe Zone
2022	0,36	0,90	0,15	0,67	1,27	3,34	Safe Zone
2023	0,32	0,90	0,27	0,74	1,16	3,38	Safe Zone
2024	0,38	1,00	0,07	0,66	1,05	3,16	Safe Zone

Sumber: Data diolah, 2025



Gambar 1
Grafik Nilai Z-Score Tahun 2020 - 2024

(Sumber: Data diolah, 2025)

Berdasarkan Tabel 9, dapat diketahui bahwa seluruh rasio Altman Z-Score PT Gudang Garam Tbk mengalami tren penurunan dan fluktuatif selama periode 2020 – 2024. Pada rasio X_1 PT Gudang Garam Tbk mengalami penurunan sebesar 24 persen, dari 0,50 pada tahun 2020 menjadi 0,38 pada tahun 2024. Nilai rasio tersebut memberikan gambaran bahwa PT Gudang Garam Tbk mengalami penurunan fleksibilitas keuangan jangka pendek. Kondisi tersebut berpotensi menurunkan daya tahan perusahaan dalam menghadapi tekanan likuiditas, terutama ketika terjadi peningkatan kewajiban lancar atau kebutuhan dana operasional yang bersifat mendesak.

Meskipun demikian, penurunan rasio X_1 tidak serta-merta menunjukkan kondisi keuangan yang tidak sehat, karena perusahaan masih mampu menjaga keseimbangan yang memadai antara aset lancar dan kewajiban lancar. kondisi ini menunjukkan adanya penurunan kontribusi likuiditas terhadap kesehatan keuangan perusahaan, namun belum mengindikasikan adanya risiko kebangkrutan dalam jangka pendek.

Pada rasio X_2 PT Gudang Garam Tbk selama periode 2020–2024, terjadi penurunan sebesar 2,91 persen, dari 1,03 pada tahun 2020 menjadi 1,00 pada tahun 2024. Penurunan ini menunjukkan bahwa proporsi laba ditahan terhadap total aset perusahaan berada pada tingkat yang relatif stabil. Penurunan rasio ini disebabkan oleh pertumbuhan total aset yang tidak sepenuhnya diimbangi oleh peningkatan laba ditahan. Nilai rasio tersebut memberikan gambaran mengenai kemampuan perusahaan membiayai asetnya melalui akumulasi laba yang dihasilkan dan ditahan, sekaligus mencerminkan kekuatan internal perusahaan dalam mendukung struktur permodalannya.

Dengan demikian, penurunan rasio X_2 yang tidak bersifat drastis menunjukkan bahwa kontribusi laba ditahan terhadap kesehatan keuangan perusahaan masih tetap kuat, sehingga tidak menimbulkan tekanan finansial maupun meningkatkan risiko kebangkrutan. Oleh karena itu, rasio X_2 PT Gudang Garam Tbk selama periode 2020–2024 mencerminkan kondisi keuangan yang relatif stabil serta kemampuan perusahaan dalam mempertahankan pembiayaan internalnya.

Pada rasio X_3 PT Gudang Garam Tbk selama periode 2020–2024, terjadi penurunan sebesar 83,33 persen, dari 0,42 pada tahun 2020 menjadi 0,07 pada tahun 2024. Penurunan yang cukup signifikan ini menunjukkan melemahnya kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba operasional dari aset yang digunakan. Penurunan nilai rasio X_3 disebabkan karena peningkatan biaya operasional yang tidak diimbangi dengan pertumbuhan pendapatan dan kurang optimalnya pemanfaatan aset dalam mendukung kegiatan produksi dan distribusi. Selain itu, ekspansi atau peningkatan aset yang tidak segera menghasilkan tambahan laba operasional juga dapat menekan nilai rasio ini.

Dengan demikian penurunan rasio X_3 memberikan sinyal adanya pelemahan kinerja operasional perusahaan, karena menurunnya efisiensi dan produktivitas aset dalam menghasilkan laba operasional, yang perlu mendapat perhatian manajemen guna menjaga keberlanjutan kinerja keuangan perusahaan.

Pada rasio X_4 PT Gudang Garam Tbk selama periode 2020–2024, terjadi penurunan sebesar 72,61 persen, dari 2,41 pada tahun 2020 menjadi 0,66 pada tahun 2024. Penurunan ini menunjukkan berkurangnya kemampuan nilai pasar ekuitas perusahaan dalam menutup total kewajiban yang dimiliki. Penurunan rasio X_4 dapat disebabkan oleh penurunan nilai pasar ekuitas, yang mencerminkan berkurangnya persepsi pasar terhadap prospek dan kinerja perusahaan. Selain itu, peningkatan total utang yang tidak diimbangi dengan pertumbuhan nilai ekuitas juga dapat menekan nilai rasio ini.

Dengan demikian, penurunan rasio X_4 PT Gudang Garam Tbk selama periode 2020–2024 mencerminkan menurunnya kekuatan ekuitas pasar dalam melindungi perusahaan dari risiko utang, sehingga memerlukan perhatian manajemen untuk menjaga keseimbangan struktur permodalan dan stabilitas keuangan perusahaan.

Pada rasio X_5 PT Gudang Garam Tbk selama periode 2020–2024 mengalami penurunan sebesar 20,45. dari 1,32 pada tahun 2020 menjadi 1,05 pada tahun 2024. Penurunan ini menunjukkan bahwa kemampuan perusahaan dalam menghasilkan pendapatan dari aset perusahaan mengalami pelemahan. Dengan kata lain, aset yang dimiliki perusahaan tidak lagi dimanfaatkan secara seefisien untuk menghasilkan pendapatan. penurunan rasio X_5 ini disebabkan oleh pertumbuhan aset yang tidak diimbangi oleh peningkatan penjualan yang dipicu oleh penurunan daya beli masyarakat.

Dengan demikian, penurunan rasio X_5 PT Gudang Garam Tbk selama periode 2020–2024 walaupun tidak secara langsung mencerminkan kondisi kebangkrutan, tren penurunan yang berkelanjutan dapat menjadi indikasi awal melemahnya kinerja operasional perusahaan apabila tidak diimbangi dengan perbaikan strategi pemanfaatan aset dan peningkatan penjualan.

3.2. Diskusi

Analisis menggunakan metode Altman Z-Score dilakukan untuk memprediksi potensi kebangkrutan PT Gudang Garam Tbk dengan memanfaatkan data yang bersumber dari laporan posisi keuangan dan laporan laba rugi sebagai dasar evaluasi risiko kebangkrutan PT Gudang Garam Tbk selama periode 2020 –2024. Berdasarkan hasil perhitungan menggunakan metode Altman Z-Score, terlihat bahwa nilai Z-Score PT Gudang Garam Tbk selama periode 2020 – 2024 menunjukkan bahwa perusahaan secara konsisten berada pada kategori *Safe Zone* setiap tahunnya, meskipun nilai Z-Score mengalami tren penurunan dan fluktuasi. Hal ini mengindikasikan bahwa secara keseluruhan perusahaan masih berada dalam kondisi keuangan yang baik dan jauh dari risiko kebangkrutan.

Pada tahun 2020, nilai Z-Score PT Gudang Garam Tbk mencapai sebesar 5,67, yang jauh melampaui batas aman Altman Z-Score ($>2,99$). Kondisi ini didukung oleh kontribusi rasio X_4 sebesar 2,41 dan X_5 sebesar 1,32 yang relatif tinggi. Rasio X_2 juga menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba ditahan yang baik. Kombinasi rasio tersebut mencerminkan struktur permodalan yang kuat, kemampuan menghasilkan pendapatan yang tinggi, serta perlindungan ekuitas pasar yang memadai terhadap kewajiban perusahaan.

Pada tahun 2021, nilai Z-Score menurun menjadi 3,98, namun tetap berada batas aman Altman Z-Score ($>2,99$) dari risiko kebangkrutan. Penurunan ini dipengaruhi oleh melemahnya rasio X_3 dan X_4 , yang menunjukkan penurunan laba operasional serta berkurangnya kekuatan nilai pasar ekuitas. Meskipun demikian, rasio X_2 yang tetap tinggi (0,90) dan rasio X_5 sebesar 1,25 masih memberikan kontribusi terhadap nilai Z-Score, sehingga posisi keuangan PT Gudang Garam tetap tergolong aman dari risiko kebangkrutan.

Pada tahun 2022, nilai Z-Score mencapai sebesar 3,34, yang menunjukkan penurunan lanjutan dari tahun sebelumnya. Penurunan ini disebabkan oleh melemahnya rasio X_3 yang hanya sebesar 0,15, mencerminkan penurunan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba operasional dan rasio X_4 yang mengalami penurunan yang diakibatkan kurangnya kepercayaan pasar terhadap perusahaan. Namun, stabilnya rasio X_2 dan kontribusi rasio X_5 sebesar 1,27 tetap menjaga nilai Z-Score berada di atas batas *safe zone*.

Pada tahun 2023, nilai Z-Score mengalami peningkatan menjadi 3,38. Peningkatan ini didukung oleh perbaikan rasio X_3 dalam menghasilkan laba operasional dan naiknya kepercayaan pasar terhadap perusahaan yang digambarkan pada rasio X_4 , serta masih stabilnya rasionya rasio X_2 meskipun rasio X_1 dan X_5 masih menunjukkan tren penurunan. Kondisi ini menunjukkan bahwa meskipun kinerja operasional belum sepenuhnya pulih, perusahaan masih memiliki daya tahan keuangan yang cukup kuat untuk menghindari risiko kebangkrutan.

Pada tahun 2024, nilai Z-Score kembali menunjukkan tren penurunan menjadi 3,16. Kondisi ini dipengaruhi oleh melemahnya hampir seluruh rasio, terutama X_3 dan X_4 , yang menunjukkan tekanan pada kinerja operasional dan penurunan kekuatan ekuitas pasar serta penurunan rasio X_5 yang menunjukkan menurunnya kemampuan perusahaan dalam menghasilkan pendapatan. Meskipun demikian, rasio X_1 mengalami peningkatan dibandingkan tahun sebelumnya, dan rasio X_2 tetap berada pada tingkat yang relatif stabil dengan arah tren yang baik, sehingga secara keseluruhan PT Gudang Garam Tbk masih mampu mempertahankan posisi keuangan yang aman.

Secara keseluruhan, pembahasan nilai Z-Score menunjukkan bahwa PT Gudang Garam Tbk selama periode 2020 – 2024, mengamalami fluktuatif dengan arah tren penurunan yang mencerminkan melemahnya kondisi keuangan perusahaan secara bertahap. Penurunan tersebut antara lain dipengaruhi oleh menurunnya rasio X_3 yang disebabkan oleh peningkatan tarif cukai hasil tembakau yang secara langsung meningkatkan biaya pokok penjualan. Selain itu, meningkatnya peredaran rokok ilegal turut melemahkan pendapatan perusahaan. Rokok ilegal yang beredar tanpa beban tarif cukai menyebabkan distorsi pasar dan persaingan harga yang tidak seimbang. Kondisi ini menekan volume penjualan rokok legal, sehingga berdampak negatif terhadap rasio X_5 .

Sementara itu, peningkatan kewajiban dari perusahaan turut mempengaruhi nilai rasio X_4 . Kondisi ini mencerminkan berkurangnya kepercayaan investor maupun calon investor terhadap prospek PT Gudang Garam Tbk kedepannya serta seiring dengan melemahnya nilai pasar ekuitas dipengaruhi oleh turunnya harga saham sebagai respons terhadap meningkatnya beban produksi, kenaikan tarif cukai hasil tembakau, serta tekanan persaingan dalam industri rokok.

Meskipun terjadi penurunan nilai Z-Score, PT Gudang Garam Tbk masih berada di atas batas $Z > 2,99$ berdasarkan kriteria Altman Z-Score, sehingga perusahaan tetap berada pada kategori *safe zone* dari risiko kebangkrutan. Kondisi ini didukung oleh stabilitas rasio X_2 , yang menunjukkan bahwa perusahaan masih memiliki kekuatan pembiayaan internal yang memadai melalui akumulasi laba ditahan sebagai penyangga terhadap tekanan eksternal. Selain itu, perbaikan rasio X_1 pada akhir periode penelitian mencerminkan upaya perusahaan dalam menjaga fleksibilitas keuangan jangka pendek di tengah tekanan lingkungan usaha.

Meskipun kondisi ini belum menempatkan perusahaan pada zona rawan, sinyal tersebut perlu mendapat perhatian agar tidak mendorong pergeseran menuju *grey zone* pada periode mendatang. Oleh karena itu, pengelolaan struktur modal, pengendalian biaya operasional, serta upaya menjaga stabilitas nilai pasar ekuitas menjadi aspek penting dalam meminimalkan peningkatan risiko kebangkrutan di masa depan.

Temuan ini sejalan dengan penelitian Adischiei dan Suhartono (2024) yang menemukan bahwa perusahaan rokok yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia umumnya masih berada dalam kategori aman berdasarkan metode Altman Z-Score, namun mengalami kecenderungan penurunan nilai akibat tekanan eksternal industri. Tekanan tersebut antara lain berasal dari kenaikan tarif cukai hasil tembakau, peningkatan biaya produksi, serta persaingan industri yang semakin ketat, yang berdampak pada laba operasional dan persepsi pasar terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian, penelitian ini memperkuat temuan sebelumnya melalui bukti empiris pada PT Gudang Garam Tbk,

bahwa meskipun status keuangan perusahaan masih tergolong aman menurut Altman Z-Score, tren penurunan yang berkelanjutan perlu diwaspadai sebagai sinyal awal melemahnya kondisi keuangan apabila tidak diimbangi dengan pengelolaan operasional dan struktur keuangan yang lebih baik.

Selain itu, hasil penelitian ini juga mendukung penelitian Ardiwinarta et al. (2023) yang menyatakan bahwa perusahaan dengan nilai Z-Score di sekitar zona abu-abu masih memiliki peluang perbaikan apabila mampu meningkatkan efisiensi dan kinerja operasionalnya. Hal ini tercermin pada PT Gudang Garam Tbk melalui Rasio modal kerja terhadap total aset dan laba ditahan terhadap total aset yang relatif stabil, sehingga menunjukkan bahwa likuiditas dan akumulasi laba perusahaan masih mampu menopang keberlangsungan usaha. Namun demikian, rasio nilai pasar ekuitas terhadap nilai buku utang mengalami penurunan, yang mengindikasikan melemahnya persepsi pasar terhadap kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka panjangnya.

Penurunan nilai Z-Score PT Gudang Garam Tbk selama periode 2020–2024 juga dapat dijelaskan melalui perspektif teori sinyal (*signaling theory*). Teori ini menyatakan bahwa setiap informasi keuangan yang dipublikasikan perusahaan akan menjadi sinyal bagi pihak eksternal terutama investor, kreditor, dan pemangku kepentingan lainnya untuk menilai kondisi dan prospek perusahaan. Dalam penelitian ini, penurunan bertahap nilai Z-Score menunjukkan bahwasannya dalam lima tahun terakhir PT Gudang Garam masih berada pada *Safe Zone*.

Memberikan sinyal negatif (*negative signal*) mengenai melemahnya stabilitas keuangan perusahaan. Sinyal tersebut mencerminkan bahwa perusahaan sedang menghadapi tekanan pada likuiditas, profitabilitas, dan nilai pasar ekuitas, sehingga menurunkan persepsi pasar terhadap kemampuan perusahaan mempertahankan kinerjanya di masa mendatang.

Sinyal negatif ini berpotensi menimbulkan reaksi pasar berupa penurunan kepercayaan investor, yang dapat berdampak pada penurunan harga saham serta meningkatnya persepsi risiko terhadap perusahaan. Dalam kerangka teori sinyal, perusahaan seharusnya mengirimkan sinyal positif (*positive signal*) sebagai bentuk kejelasan dan transparansi untuk meredakan kekhawatiran pasar. Namun, tren penurunan Z-Score dalam lima tahun terakhir dapat mencerminkan bahwa sinyal positif yang dikirim perusahaan mungkin kurang kuat atau tidak cukup untuk mengimbangi perubahan kondisi keuangannya. Oleh karena itu, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa melemahnya indikator keuangan seperti yang tercermin pada Z-Score merupakan informasi penting yang ditangkap oleh pasar sebagai penurunan kualitas prospek perusahaan.

Selain itu, teori sinyal juga menjelaskan bahwa perusahaan dengan kinerja yang menurun cenderung menghadapi kesulitan dalam memberikan sinyal berkualitas tinggi. Hal ini dapat terlihat dari penurunan rasio X_3 (laba sebelum pajak dan bunga terhadap total aset) dan X_4 (nilai pasar ekuitas terhadap utang), yang secara langsung mengurangi kemampuan perusahaan untuk menunjukkan kesehatan finansialnya. Dalam hal ini PT Gudang Garam Tbk, penurunan ini dapat menurunkan keyakinan bahwa perusahaan mampu mempertahankan profitabilitas dan daya saing, sehingga memperkuat sinyal negatif kepada para pemangku kepentingan.

Dengan demikian, integrasi hasil Z-Score dan Teori Sinyal memberikan gambaran bahwa kondisi keuangan PT Gudang Garam Tbk selama periode penelitian tidak hanya menunjukkan penurunan stabilitas, tetapi juga memberikan sinyal yang perlu diperhatikan oleh investor dan manajemen. Perusahaan perlu meningkatkan kinerja dan mengkomunikasikan langkah strategisnya secara efektif untuk mengirimkan sinyal positif dan memulihkan kepercayaan pasar serta menghindari risiko kebangkrutan di masa mendatang.

4. Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis menggunakan metode Altman Z-Score dan pembahasan yang telah dilakukan, dapat disimpulkan bahwa potensi kebangkrutan PT Gudang Garam Tbk selama periode 2020–2024 berada dalam kategori **zona aman** (*safe zone*) dari risiko kebangkrutan. Namun demikian, nilai Z-Score mengalami tren penurunan dari tahun ke tahun, yang mengindikasikan adanya pelemahan kondisi keuangan perusahaan secara bertahap. Penurunan tersebut terutama dipengaruhi oleh menurunnya kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba operasional dan efektivitas pemanfaatan aset, yang tercermin pada penurunan rasio EBIT terhadap total aset (X_3) serta penjualan terhadap total aset (X_5). Selain itu, penurunan rasio nilai pasar ekuitas terhadap nilai buku utang (X_4) menunjukkan melemahnya persepsi pasar terhadap perusahaan. Meskipun demikian, stabilitas rasio modal kerja (X_1) dan laba ditahan (X_2) menunjukkan bahwa perusahaan masih memiliki daya tahan keuangan internal yang memadai. PT Gudang Garam Tbk dapat menjadikan hasil penelitian ini sebagai bahan evaluasi untuk menjaga stabilitas kondisi keuangan serta meningkatkan kinerja pada aspek yang mengalami

penurunan, khususnya profitabilitas, likuiditas, dan efektivitas. Investor maupun calon investor disarankan menggunakan metode Altman Z-Score sebagai salah satu alat pertimbangan dalam pengambilan keputusan investasi, serta melakukan pemantauan secara berkala terhadap perkembangan kondisi keuangan perusahaan guna meminimalkan risiko kerugian. Pemerintah disarankan untuk melakukan evaluasi yang lebih seimbang terhadap kebijakan Cukai Hasil Tembakau (CHT) dan memperkuat pengawasan serta penegakan hukum terhadap peredaran rokok ilegal, mengingat maraknya rokok ilegal tidak hanya merugikan negara dari sisi penerimaan cukai, tetapi juga memperlemah posisi industri rokok legal yang beroperasi sesuai dengan ketentuan peraturan perundang-undangan. Dan bagi peneliti berikutnya disarankan untuk menggunakan metode prediksi kebangkrutan lainnya serta memperluas objek penelitian agar memperoleh hasil yang lebih komprehensif dan dapat dibandingkan antarperusahaan.

Referensi

1. Abadi, M. T., & Misidawati, D. N. (2023). *Prediksi Kebangkrutan Perusahaan*. Yogyakarta: Zahir Publishing.
2. Adischiei, R., & Suihartono, A. (2024). Analisis Prediksi Kebangkrutan Dengan Metode Altman Z Score, Springate Dan Zmijewski Pada Perusahaan Rokok Di Bursa Efek Indonesia Periode 2018-2022. *Jurnal Konsisten*, 1(3). <https://jafjournal.com/index.php/JKS/article/view/82>
3. Agustini, C. E., Qiromah, N., Chasanah, U., Putri, Z., & Hidayah, T. Y. (2025). Analisis Kebijakan Kenaikan Tarif Cukai Hasil Tembakau (CHT) Terhadap Pendapatan Negara Tahun 2024. *Jurnal Ekonomi, Bisnis, Dan Sosial*, 3(2). <https://jurnal.uiwip.ac.id/feb/index.php/jebis/issue/current>
4. Aini, S. N., Wahyu, W. M., & Annisa, A. (2025). Analisis Potensi Kebangkrutan Pada Perusahaan Ritel Yang Terdaftar Di BEI Menggunakan Metode Altman Z-Score periode 2021-2023. *Simposium Manajemen dan Bisnis*, 4. <https://doi.org/10.29407/8aa8dy06>.
5. Alamsyahbana, M. I., Sharon, S., Ramadhanti, R. J., Wardhana, A., Murniati, S., & Herlina. (2023). *Analisis Kinerja Perusahaan*. Bandung: CV. Media Sains Indonesia.
6. Alfiyati, D. K., Ansori, M., & Utami, C. B. (2025). Analisis Prediksi Kebangkrutan Bank Dengan Altman Z-Score Modifikasi (Studi Di PT BPR Jepara Artha Kota Jepara). *Jurnal Cendekia Ilmiah*, 4(3). <https://doi.org/10.56799/jceki.v4i3.7489>
7. Ardiwinarta, I., Dewi, N. A., & Sunardi, N. (2023). Analisis Prediksi Kebangkrutan Dengan Menggunakan Metode Altman Z-Score Pada PT. Wijaya Karya (Persero) Tbk. *Ublikasi Ilmu Manajemen Dan Ekonomi Syariah*. <https://doi.org/10.61132/nuansa.v1i4.578>.
8. Arifin, I. Z., & Marlius, D. (2017). Analisis Kinerja Keuangan PT. Pegadaian Cabang Ulak Karang. *Akademi Keuangan dan Perbankan Padang*. <https://doi.org/10.31227/osf.io/n2peu>
9. Astuti, Sembiring, L. D., Supitriyani, Azwar, K., & Susanti, E. (2021). *Analisis Laporan Keuangan*. Bandung: CV. Media Sains Indonesia.
10. Aprilianti, R., Asliana, E., & Dzulhasni, S. (2025). Analisis Prediksi Kebangkrutan Menggunakan Skor Z Altman, Springate, dan Rasio Cakupan Bunga pada Perusahaan yang Delisting dari Bursa Saham pada Tahun 2025. *Jurnal Akuntansi & Keuangan Unja*. <https://doi.org/10.22437/jaku.v10i02.47235>
11. BPS. (2025). *Statistical Yearbook Of Indonesia 2025*. Badan Pusat Statistik Indonesia, 53.
12. Deiny, S. (2025). *Akar Masalah Pemicu PHK Massal di Industri Rokok*. Liputan 6. Dipetik 16 September 2025, dari <https://www.liputan6.com/bisnis/read/6154147/akar-masalah-pemicu-phk-massal-di-industri-rokok>
13. Fadlurrohman, F. (2024). *Menghadapi Gempuran Rokok Ilegal*. Kompas. Dipetik 16 September 2025, dari <https://www.kompas.id/artikel/menghadapi-gempuran-rokok-ilegal>
14. Febriana, H., Rismanty, V. A., Bertuah, Dr. E., Permata, S. U., Anismadiyah, V., Sembiring, L. D., Dewi, N. S., Jamaludin, Jatmiko, N. S., Inrawan, A., Astuti, W., & Dewi, I. K. (2021). *Dasar-Dasar Analisis Laporan Keuangan* (J. Inrawati, Ed.). CV. Bandung: Media Sains Indonesia.
15. Fitriana, A. (2024). *Analisis Laporan Keuangan*. CV. Purbalingga: Malik Rizki Amanah.
16. Hernawaty, Sari, I. K., & Rioni, Y. S. (2021). Analisis Prediksi Kebangkrutan Menggunakan Metode Altman Z-Score Pada PT. Ramayana Lestari Sentosa Tbk. *Jurnal Akuntansi Bisnis & Publik*, 11(2). <https://jurnal.pancabudi.ac.id/index.php/akuntansibisnisandpublik/issue/view/89>
17. Hidayat, W. W. (2024). *Indikasi Kesulitan Keuangan*. Purwokerto: PT. Pena Persada Kerta Utama.
18. Khairunnisa, A. (2024). Cukai Rokok 2025 Resmi Tidak Naik, Koalisi: Pemerintah Melewatkan Kesempatan Emas. Dipetik 10 Oktober 2025, dari <https://cisdi.org/siaran-pers/cukai-rokok-tidak-naik>
19. Masitoh, S. (2024). *Berkontribusi Bagi Perekonomian, Industri Tembakau Masih Hadapi Banyak Tantangan*. Jelajah Ekonomi Tembakau. Dipetik 24 September 2025, dari <https://Jelajahaekonomi.Kontan.Co.Id/EkonomTembakau/News/BerkontribusiBagiPerekonomianIndustri-Tembakau-Masih-Hadapi-Banyak-Tantangan>
20. Mattio, F. (2024). *Altman Z-Score Indicators*. Politecnico di Torino.
21. Maulana, I., Haikel, M. H., Irfan, M. N., Hafid, C. A., Rafie, M. H. A., Ginanja, A., Muisaffa, F., & Herdiana, D. (2025). Kebijakan Pemerintah Indonesia Dalam Menanggulangi Pengaruh Inflasi Terhadap Daya Beli Masyarakat. Madani: *Jurnal Ilmiah Multidisipliner*, 3(4). <https://jurnal.penerbitdaarulhuda.my.id/index.php/MAJIM/article/view/4110>
22. Nugraha, F. (2024). *Industri Minta Pemerintah Tindak Peredaran Rokok Ilegal*. Metrotv. Dipetik 16 September 2025, dari <https://www.metrotvnews.com/read/KYVCDaOz-industri-minta-pemerintah-tindak-peredaran-rokok-ilegal>
23. Nur, S., Suciyaniti, V. N., Winarti, A., & Azmi, Z. (2024). Pemanfaatan Teori Signal dalam Bidang Akuntansi: Literatur Review. *Economics, Business and Management Science Journal*, 4(2). <https://doi.org/10.34007/ebmsj.v4i2.564>
24. Octavia, M. (2023). Analisis Laporan Keuangan Untuk Memprediksi Kebangkrutan dengan Menggunakan Altman Z-Score Pada PT. Indonesia Pondasi Raya Tbk Periode 2020-2022. *Nasution, Yenni Samri Juliati*, 15(2). <https://jurnal.uibd.ac.id/index.php/akunto>
25. PT Gudang Garam Tbk. (2024). *Laporan Tahunan 2024*. Dikutip Dari www.idx.co.id
26. Purwanti, T. (2022). *Derita KPAS, Suspensi Tak Kunjung Dibuka Hingga Bangkrut*. CNBC Indonesia. Dipetik 16 September 2025, dari <https://www.cnbcindonesia.com/market/20220608090027-17345196/terancam-delisting-cottonindo-kami-sedang-mencari-dana>
27. Puspita, D. M. (2025). *Apa itu Downtrading yang Disebut jadi Pemicu Penurunan Produksi Rokok?* Tempo. Dipetik 16 September 2025, dari <https://www.tempo.co/ekonomi/apa-itu-downtrading-yang-disebut-jadi-pemicu-penurunan-produksi-rokok-1334476>
28. Ramadhan, Anggih Y. (2025). *Keuangan Gudang Garam Babak Belur di Tengah Isu Viral PHK Buruh*. SindoNews. Dipetik 24 September 2025, dari <https://eikbis.sindonews.com/read/1617041/34/keuangan-gudang-garam-babak-belur-di-tengah-isu-viral-phk-buruh-1757246968>

DOI: <https://doi.org/10.31004/riggs.v5i2.8970>

Lisensi: Creative Commons Attribution 4.0 International (CC BY 4.0)

29. Rizaty, M. A. (2022). *Produksi Rokok Indonesia Turun Jadi 323,9 Miliar Batang per 2022*. Data Indonesia Id. Dipetik 08 Oktober 2025, dari <https://dataindonesia.id/industri-perdagangan/detail/produksi-rokok-indonesia-turun-jadi-3239-miliar-batang-per-2022>
30. Rudianto. (2013). *Akuntansi Manajemen Informasi Untuk Pengambilan Keputusan Strategis*. Jakarta: Erlangga.
31. Sakinah, N. N. T., & Muniarty, P. (2021). Analisis Prediksi Kebangkrutan Dengan Menggunakan Metode Altman Z-Score, Zmijewski, Springate Dan Grover Pada PT. Smartfren Telecom Tbk. *Jurnal Ilmiah Ekonomi dan Bisnis*, 14(2). <https://doi.org/10.51903/ei-bisnis.v14i2.407>
32. Setiawati, S. (2025). *8 Emiten Ini Didepak dari Bursa Karena Bangkrut, Sritex Menyusul?* CNBC Indonesia. Dipetik 16 September 2025, dari <https://www.cnbcindonesia.com/research/20250523135756-128-635711/8-emiten-ini-didepak-dari-bursa-karena-bangkrut-sritex-menyusul>.
33. Sudharyati, N., Suryani, A., & Meilani, I. (2022). Analisis Perbedaan Kebangkrutan Dengan Metode Altman Z-Score, Grover Dan Springate. *Jurnal Ilmiah Ekonomi Dan Bisnis*, 13(2). <https://doi.org/10.33087/eksis.v13i2.326>
34. Triyono, H., & Ahmar, N. (2024). Meta Analisis Hasil Prediksi Kegagalan Perusahaan dengan Pendekatan 4 Model Prediksi Kebangkrutan. *Journal Of Accounting And Finance Management*, 5(3). <https://doi.org/10.38035/jafm.v5i3>
35. Ubbe, M. S. (2022). Analisis Tingkat Kebangkrutan Pada PT. AirAsia Indonesia Tbk., Dengan Menggunakan Metode Altman Z-Score Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Artikel Ilmiah*. <http://eprints.uinm.ac.id/id/eprint/18089>
36. Wardiyah, M. L. (2017). *Analisis Laporan Keuangan*. Bandung: CV. Pustaka Setia.
37. Werdiono, D. (2025). *Gudang Garam Tak Lagi Beli Tembakau dari Temanggung Sejak 2024*. Kompas. Dipetik 16 September 2025, dari <https://www.kompas.id/artikel/gudang-garam-hentikan-pembelian-tembakau-dari-temanggung-sejak-2024>
38. Weston, J. F., & Copeland. (2015). *Managerial Finance* (9th Ed.). Binarupa Aksara.
39. Widjaya, M. A., & Sisdianto, E. (2025). Analisis Laporan Keuangan Untuk Menilai Stabilitas Keuangan Perusahaan. *Jurnal Intelek dan Cendekiawan Nusantara*. <https://jicnusantara.com/index.php/jicn>
40. Widyanto, E. A., Hasiara, L. O., & Sailawati. (2024). *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta: PT Media Penerbit Indonesia.
41. Wijaya, J. D. D. L. (2022). Analisis Prediksi Kebangkrutan Dengan Model Altman Z-Score Pada PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk. In *Perpustakaan Fakultas Ekonomi dan Bisnis*. Universitas Negeri Makassar.