

Analisis Prediksi Financial Distress Menggunakan Model Altman Z-Score Modifikasi dengan Pendekatan Benchmarking pada PT Gudang Garam Tbk

Wilda Komala Viani¹, Ariati Anomsari², Dwi Eko Waluyo³, Yenny Ernitawati⁴

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Dian Nuswantoro

vianiwilda86@gmail.com, ariati.anomsari@dsn.ac.id,

dwi.eko.waluyo@dsn.dinus.ac.id, yenny.ernitawati@dsn.dinus.ac.id

ABSTRACT

The purpose of this study is to evaluate PT Gudang Garam Tbk's financial situation and use the Modified Altman Z-Score model to forecast future financial difficulties. In addition, this study conducts a benchmarking analysis with peer companies in the tobacco industry listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) to determine the company's relative position. Using financial statement data from 2019 to 2025, this study uses a quantitative descriptive methodology. To strengthen the analysis, a difference test was conducted using the Wilcoxon Signed Rank Test due to the non-normal distribution of the data. The results indicate that PT Gudang Garam Tbk consistently remains in the "healthy" category, with Z-Score values above the safe threshold (>2.6), suggesting no indication of financial distress. The difference test results show no significant difference between PT Gudang Garam Tbk and PT HM Sampoerna Tbk as well as PT Wismilak Inti Makmur Tbk, while a significant difference is found when compared to PT Indonesian Tobacco Tbk. These findings suggest that PT Gudang Garam Tbk maintains a relatively stable and competitive financial position within the tobacco industry.

Keyword : Financial distress, Financial Ratio, Altman Z-score, Benchmarking

ABSTRAK

The purpose of this study is to evaluate PT Gudang Garam Tbk's financial situation and use the Modified Altman Z-Score model to forecast future financial difficulties. In addition, this study conducts a benchmarking analysis with peer companies in the tobacco industry listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) to determine the company's relative position. Using financial statement data from 2019 to 2025, this study uses a quantitative descriptive methodology. To strengthen the analysis, a difference test was conducted using the Wilcoxon Signed Rank Test due to the non-normal distribution of the data. The results indicate that PT Gudang Garam Tbk consistently remains in the "healthy" category, with Z-Score values above the safe threshold (>2.6), suggesting no indication of financial distress. The difference test results show no significant difference between PT Gudang Garam Tbk and PT HM Sampoerna Tbk as well as PT Wismilak Inti Makmur Tbk, while a significant difference is found when compared to PT Indonesian Tobacco Tbk. These findings suggest that PT Gudang Garam Tbk maintains a relatively stable and competitive financial position within the tobacco industry.

Keyword : Financial distress, Financial Ratio, Altman Z-score, Benchmarking

PENDAHULUAN

Industri tembakau memiliki peran strategis dalam perekonomian Indonesia karena berkontribusi terhadap sektor pertanian, industri, dan penerimaan negara melalui Cukai Hasil Tembakau (CHT). Namun, di balik kontribusi ekonominya yang

besar, industri ini menghadapi tekanan struktural akibat kebijakan fiskal yang ketat, regulasi kesehatan, serta perubahan perilaku konsumen, sehingga menimbulkan tantangan dalam menjaga kinerja keuangan jangka panjang.

Menurut data yang dirilis oleh Badan Pusat Statistik (BPS), Indonesia termasuk salah satu produsen tembakau utama di dunia dengan kontribusi sekitar 4,2% terhadap produksi global pada tahun 2023 atau setara dengan 238.800 ton. Hal ini mencerminkan posisi strategis Indonesia dalam rantai pasok tembakau global. Di sisi hilir, industri rokok turut berperan besar dalam meningkatkan pendapatan negara, dengan kontribusi penerimaan dari sektor Cukai Hasil Tembakau (CHT) sebesar Rp216,9 triliun sepanjang tahun 2024. Besarnya kontribusi tersebut menunjukkan peran strategis industri hasil tembakau dalam mendukung pembiayaan pembangunan nasional. Akan tetapi, tingginya ketergantungan industri terhadap kebijakan pemerintah, khususnya terkait kenaikan tarif cukai, menimbulkan tekanan biaya yang signifikan bagi perusahaan. Dampaknya, terjadi peningkatan harga jual produk yang berpotensi menurunkan daya beli masyarakat dan mempersempit pangsa pasar, sehingga memengaruhi kinerja keuangan perusahaan secara keseluruhan. Dengan demikian, meskipun industri tembakau memiliki kontribusi ekonomi yang besar, sektor ini tetap menghadapi tantangan yang kompleks dalam menjaga keberlanjutan kinerjanya (Boga, 2025).

Selain tekanan regulasi, industri rokok juga menghadapi disrupsi pasar berupa meningkatnya peredaran rokok ilegal serta pergeseran preferensi konsumen ke produk alternatif seperti rokok elektrik. Kondisi ini diperkuat oleh meningkatnya kesadaran masyarakat terhadap kesehatan yang berdampak pada penurunan konsumsi rokok konvensional. Dengan demikian, tekanan yang dihadapi industri bersifat multidimensional, baik dari sisi kebijakan maupun dinamika pasar. Kondisi tersebut tercermin dari kinerja keuangan PT Gudang Garam Tbk yang mengalami kecenderungan penurunan laba sepanjang periode 2019–2024. Laba perusahaan yang mencapai Rp10,88 triliun pada tahun 2019 menurun drastis menjadi Rp980,8 miliar atau sebesar 81,57% pada tahun 2024. Penurunan yang signifikan ini tidak dapat dipandang sebagai fluktuasi normal, melainkan sebagai indikasi adanya tekanan serius terhadap profitabilitas dan kinerja operasional perusahaan. Kondisi tersebut juga diperkuat dengan adanya fenomena pemutusan hubungan kerja (PHK) sebagai bentuk upaya efisiensi akibat tekanan finansial yang dihadapi perusahaan.

Tabel 1. 1 Laba PT Gudang Garam Tbk
(Dalam Jutaan)

Tahun	Pendapatan Penjualan
2019	10.880.709
2020	7.647.729
2021	5.605.321
2022	2.779.742
2023	5.324.516
2024	980.804

2025	1.559.586
------	-----------

Sumber : Laporan Keuangan Perusahaan

Penurunan kinerja keuangan tersebut menjadi sinyal awal yang mengarah pada kemungkinan terjadinya *financial distress* (Febriyandi & Amalia, 2022). Kondisi tersebut selaras dengan hasil riset Lu et al., (2020) yang mengemukakan bahwa *financial distress* dapat dipicu oleh faktor di luar kendali perusahaan, seperti regulasi pemerintah dan perkembangan kondisi pasar. Sementara itu, Barnas (2021) menyatakan bahwa penurunan laba yang signifikan serta peningkatan risiko akibat penggunaan utang merupakan indikator awal potensi kebangkrutan. Oleh karena itu, perlu dilakukannya suatu analisis yang dapat menggambarkan kesehatan keuangan perusahaan secara menyeluruh.

Salah satu metode analitis yang sering digunakan untuk memprediksi kesulitan keuangan adalah model Altman Z-score, yang menilai kondisi keuangan suatu perusahaan dengan menggabungkan beberapa rasio keuangan penting, seperti likuiditas, profitabilitas, aktivitas, dan solvabilitas. Dalam perkembangannya, model ini telah mengalami berbagai penyempurnaan guna meningkatkan ketepatan dalam memprediksi kondisi keuangan perusahaan. Bentuk pengembangan terbaru adalah model Altman Z-Score Modifikasi yang dinilai lebih adaptif terhadap karakteristik berbagai sektor industri, sehingga mampu menghasilkan prediksi yang lebih relevan dengan tingkat akurasi yang tinggi, yaitu sebesar 90,48% (Tania, 2021).

Berbagai penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa mayoritas perusahaan pada subsektor rokok memiliki kondisi keuangan yang cenderung stabil dan aman. Penelitian Lubis & Aisjah, (2024) serta Septiana et al. (2024) menunjukkan bahwa PT Gudang Garam Tbk dan beberapa perusahaan rokok lainnya umumnya berada dalam kategori safe zone, meskipun terdapat perusahaan tertentu yang mengalami kondisi grey area hingga distress. Hasil serupa juga ditemukan oleh Makruf & Ramdani, (2021) dalam penelitiannya menyatakan bahwa meskipun terdapat tanda – tanda kelemahan di beberapa perusahaan, tetapi sebagian besar perusahaan berada dalam kondisi keuangan yang baik. Namun demikian, penelitian Adischie et al. (2024) menunjukkan bahwa hasil prediksi dapat berbeda tergantung pada metode yang digunakan, sehingga menunjukkan adanya perbedaan interpretasi terhadap kondisi keuangan perusahaan.

Meskipun demikian, hasil penelitian terdahulu tersebut belum sepenuhnya mencerminkan kondisi terkini, terutama dengan terjadinya penurunan kondisi keuangan yang nyata pada PT Gudang Garam Tbk dalam beberapa tahun terakhir. Selain itu, penelitian sebelumnya cenderung berfokus pada analisis umum atau perbandingan antar metode, sehingga belum secara spesifik mengkaji satu perusahaan secara mendalam dengan mengaitkan hasil prediksi terhadap fenomena penurunan kinerja keuangan yang aktual. Di sisi lain, penggunaan model Altman Z-Score modifikasi sebagai pendekatan yang lebih relevan dengan karakteristik industri juga masih terbatas, khususnya dalam konteks industri rokok di Indonesia. Lebih lanjut, penelitian terdahulu juga belum banyak memanfaatkan pendekatan

benchmarking untuk mengetahui posisi relatif perusahaan dibandingkan dengan perusahaan sejenis dalam industri yang sama.

Berdasarkan kondisi tersebut, tujuan dilakukannya penelitian ini adalah untuk menganalisis prediksi *financial distress* pada PT Gudang Garam Tbk dengan menggunakan model Altman Z-Score Modifikasi, serta didukung dengan pendekatan benchmarking secara terbatas sebagai pembanding untuk mengetahui posisi relatif perusahaan dalam industri. Oleh karena itu, diharapkan temuan penelitian ini dapat memberikan gambaran yang lebih lengkap, tidak hanya mengenai kondisi kesehatan keuangan perusahaan secara internal, tetapi juga posisi perusahaan dalam industri, sehingga dapat menjadi dasar acuan dalam menetapkan keputusan bagi stakeholder terkait.

TINJAUAN LITERATUR

Laporan Keuangan

Laporan keuangan merupakan hasil akhir dari seluruh proses pencatatan transaksi keuangan perusahaan yang menggambarkan kondisi keuangan perusahaan selama periode waktu tertentu serta memberikan Gambaran ringkas terhadap kinerjanya (Barus et al., 2023). Selain itu, laporan keuangan juga dapat dipandang sebagai bentuk komunikasi informasi keuangan antara manajemen perusahaan dengan pihak-pihak yang berkepentingan. Menurut Yulianti (2025), laporan keuangan merupakan salah satu bentuk komunikasi informasi keuangan yang disusun oleh manajemen untuk memberikan ringkasan mengenai arus kas, kinerja, dan kondisi keuangan suatu entitas selama periode waktu tertentu

Analisis Laporan Keuangan

Analisis laporan keuangan, sebagaimana dikemukakan oleh Rustiana et al. (2022), merupakan suatu tahapan sistematis yang menggunakan berbagai pendekatan dan metodologi untuk mengkaji informasi keuangan yang terdapat dalam laporan keuangan. Dalam penelitian ini, analisis laporan keuangan digunakan tidak hanya untuk mengevaluasi kondisi keuangan perusahaan saat ini, tetapi juga untuk memprediksi potensi kesulitan keuangan di masa mendatang.

Rasio Keuangan

Rasio keuangan merupakan alat analisis yang digunakan untuk mengukur perbedaan unsur-unsur dalam laporan keuangan suatu perusahaan dalam mengevaluasi kinerjanya (Tania, 2021). Dalam konteks *financial distress*, rasio keuangan digunakan sebagai indikator untuk mendeteksi kelemahan fundamental perusahaan. Model Altman menggunakan rasio likuiditas (X1), profitabilitas (X2 dan X3), serta solvabilitas (X4) untuk menilai kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban, menghasilkan laba, dan menjaga struktur modalnya.

Financial Distress

Definisi *financial distress* adalah kondisi ketika perusahaan menghadapi kesulitan keuangan yang ditunjukkan oleh penurunan kemampuan untuk memenuhi kewajiban keuangannya. Kondisi ini dapat dipahami sebagai tahap penurunan kinerja keuangan yang berawal dari gejala ringan, seperti permasalahan likuiditas, yang

sering kali tidak disadari atau tidak segera ditangani oleh manajemen. Akumulasi dari permasalahan tersebut kemudian berkembang menjadi kondisi yang lebih serius hingga mencapai tahap ketidakmampuan membayar kewajiban (insolvabilitas) (Lubis & Aisjah, 2024). Kesulitan keuangan terjadi apabila perusahaan tidak mampu mengelola dan mempertahankan kondisi keuangannya secara efektif, sehingga mengakibatkan penurunan kinerja keuangan dan menempatkan perusahaan pada kondisi yang tidak stabil (Hidayat, 2024). Jika kondisi tersebut tidak segera diatasi, financial distress berpotensi memburuk menjadi kondisi yang lebih kritis

Model Altman Z-score

Di antara berbagai metode analisis kesehatan keuangan perusahaan, model Altman Z-Score merupakan salah satu metode yang paling banyak digunakan. Model Altman Z-Score Modifikasi dikembangkan dari model Z-Score asli untuk memprediksi risiko kebangkrutan pada perusahaan nonpublik dan perusahaan di negara berkembang (Alfiyati et al., 2025). Menggunakan 4 rasio keuangan pada model Altman Z-Score Modifikasi, tidak sama dengan model aslinya yang menggunakan 5 rasio keuangan. Altman (1968; 1995) mengembangkan Z-score sebagai model prediksi risiko kebangkrutan yang menggunakan pendekatan multivariat untuk mengevaluasi kesehatan keuangan suatu perusahaan. Altman memperkenalkan Model Z-Score Modifikasi (Z-Score Revisi) untuk perusahaan sektor manufaktur dan nonmanufaktur yang terdaftar pada bursa efek di negara-negara berkembang, yang digunakan untuk memprediksi kondisi kesulitan keuangan dengan memanfaatkan informasi keuangan perusahaan.

METODE PENELITIAN

Model Penelitian

Penelitian ini menerapkan metode penelitian deskriptif dengan pendekatan kuantitatif. Pendekatan deskriptif kuantitatif merupakan teknik statistik yang memberikan gambaran yang jelas mengenai topik penelitian dengan cara mendeskripsikan, merangkum, dan menganalisis data numerik secara sistematis (Aziza, 2023). Pendekatan ini difokuskan pada analisis rasio keuangan yang menjadi komponen dalam model Altman Z-Score Modifikasi.

Objek Penelitian

Penelitian ini menggunakan PT Gudang Garam Tbk sebagai objek utama karena merupakan perusahaan nasional berskala besar yang telah go public, sehingga laporan keuangannya mudah diakses. Untuk keperluan analisis benchmarking, penelitian ini juga melibatkan perusahaan sektor rokok lain yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, yaitu PT Indonesian Tobacco Tbk, PT HM Sampoerna Tbk, dan PT Wismilak Inti Makmur Tbk. Periode penelitian mencakup tahun 2019–2024 dengan menggunakan data sekunder yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia dan situs resmi perusahaan.

Metode dan Prosedur Pengumpulan Data

Data penelitian dikumpulkan menggunakan teknik dokumentasi melalui laporan keuangan perusahaan yang dipublikasikan secara resmi untuk periode 2019–2024,

kemudian mengelompokkan serta mencatat data sesuai kebutuhan perhitungan rasio. Untuk menjamin validitas dan keandalan, penelitian menggunakan laporan keuangan yang telah diaudit, meliputi laporan posisi keuangan, laporan laba rugi, dan informasi keuangan lain yang relevan.

Definisi Operasional

Rasio keuangan digunakan dalam penelitian ini sebagai indikator pengukuran dalam model Altman Z-Score Modifikasi. Komponen tersebut meliputi :

Tabel 3. 1 Definisi Variabel Operasional

Variabel	Definisi Operasional	Rumus
X1 = Working Capital to Total Assets (WCTA)	Rasio yang menunjukkan seberapa besar kemampuan perusahaan dalam menghasilkan modal kerja bersih dari total asset yang dimiliki.	Working Capital / Total Assets
X2 = Retained Earnings to Total Assets (RETA)	Rasio ini menggambarkan sejauh mana perusahaan dalam menghasilkan laba ditahan dari total asset yang dimiliki.	Retained Earnings / Total Assets
X3 = EBIT to Total Assets (EBITTA)	Rasio ini menunjukkan seberapa besar bagian dari total aset perusahaan yang dapat digunakan untuk menghasilkan laba sebelum bunga dan pajak.	EBIT / Total Assets
X4 = Book Value Equity to Total Debt (BVETD)	Rasio ini menggambarkan seberapa efektif perusahaan dapat menggunakan nilai buku equitas dalam membayar hutangnya.	Book Value Equity / Total Debt

Sumber : (Julianti et al., 2021)

Seluruh komponen rasio keuangan tersebut selanjutnya diintegrasikan ke dalam rumus Altman Z-Score modifikasi untuk memperoleh nilai "Z" sebagai indeks prediksi financial distress.

Metode Analisis

Model Modified Altman Z-Score digunakan dalam penelitian ini untuk menganalisis risiko financial distress melalui pendekatan deskriptif kuantitatif berdasarkan rasio keuangan yang diperoleh dari laporan keuangan tahunan perusahaan. Pendekatan ini memungkinkan penilaian kesehatan keuangan perusahaan secara sistematis dan berbasis data empiris.

Berikut merupakan rumus Altman Z-scoe Modifikasu yang terapkan dalam penelitian ini :

$$Z'' = 6,56X1 + 3,26X2 + 6,72X3 + 1,05X4$$

Dengan penjelasan sebagai berikut :

Z = Nilai Z-Score

X1 = Working Capital / Total Assets

X2 = Retained Earnings / Total Assets

X3 = EBIT / Total Assets

X4 = Book Value of Equity / Book Value of Total Debt

Hasil perhitungan kemudian diklasifikasikan berdasarkan kriteria yang telah ditentukan. Kriteria tersebut berdasarkan tabel *cut-off* berikut.

Tabel 3. 2 Cut-of Altman Z-score Modifikasi

Nilai Z	Kategori
$Z > 2,6$	Safe Zone
$1,1 < Z < 2,6$	Grey Area
$Z < 1,1$	Distress

Sumber : (Ramadhani et al., 2023)

Selanjutnya, dilakukan analisis benchmarking untuk membandingkan nilai Z-Score PT Gudang Garam Tbk dengan perusahaan sejenis dalam industri rokok. Untuk memperkuat hasil analisis, maka uji-t digunakan untuk mengetahui apakah nilai Z-score PT Gudang Garam Tbk dengan nilai Z-score perusahaan pembanding menunjukkan perbedaan yang signifikan. Uji statistik dilakukan dengan menggunakan paired sample t-test untuk data yang berdistribusi normal, sedangkan untuk data yang tidak berdistribusi normal, digunakan uji Wilcoxon signed rank test. Kriteria pengujian dilakukan dengan melihat nilai signifikansi, di mana terdapat perbedaan signifikan apabila nilai signifikansi $< 0,05$, dan tidak terdapat perbedaan yang signifikan apabila nilai signifikansi $> 0,05$.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis Rasio Keuangan

Perhitungan rasio keuangan yang didasarkan pada laporan keuangan PT Gudang Garam Tbk tahun 2019–2025 menjadi dasar perhitungan nilai variabel untuk model altman Z-score Modifikasi. X1 (*Working Capital to Total Assets*), X2 (*Retained Earnings to Total Assets*), X3 (*EBIT to Total Assets*), dan X4 (*Book Value of Equity to Total Debt*) merupakan indikator keuangan yang berperan sebagai variabel penelitian. Keempat rasio ini berfungsi sebagai indikator likuiditas, profitabilitas, dan solvabilitas, yang selanjutnya menjadi komponen dalam memperhitungkan nilai Z - score. Hasil perhitungan rasio keuangan untuk periode penelitian disajikan dalam tabel dibawah ini.

Tabel 4. 1 Hasil Perhitungan Rasio Keuangan PT Gudang Garam Tbk Tahun 2019 - 2025

Tahun	WCTA (X1)	RETA (X2)	EBITTA (X3)	BVETD (X4)
2019	0,341	0,635	0,192	1,838
2020	0,416	0,736	0,128	2,975
2021	0,344	0,648	0,082	1,933
2022	0,297	0,642	0,044	1,884
2023	0,266	0,648	0,080	1,927
2024	0,315	0,717	0,022	2,689
2025	0,382	0,818	0,038	4,934

Berdasarkan tabel tersebut, terlihat adanya pola fluktuatif pada rasio keuangan perusahaan selama periode pengamatan. Rasio X1 menunjukkan pergerakan yang

cenderung stabil, meskipun mengalami penurunan nilai pada periode 2021–2023. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan masih mampu menjaga tingkat likuiditasnya pada level yang memadai, meskipun sempat mengalami tekanan dalam pengelolaan modal kerja. Rasio profitabilitas melalui *Retained Earnings to Total Assets* (X2) menunjukkan kecenderungan meningkat selama periode penelitian. Meskipun sempat terjadi penurunan pada tahun 2021-2022, secara keseluruhan rasio ini mencerminkan bahwa perusahaan semakin mampu memperkuat struktur permodalannya melalui akumulasi laba ditahan, meskipun sempat menghadapi tekanan pada periode tertentu.

Sementara itu, rasio EBIT to Total Assets (X3) menunjukkan kecenderungan penurunan yang cukup signifikan selama periode pengamatan. Penurunan ini menunjukkan bahwa perusahaan kurang efektif dalam memanfaatkan sumber dayanya untuk menghasilkan laba operasional, sehingga dapat menjadi indikasi adanya tekanan terhadap kinerja operasional perusahaan selama periode tersebut. Disisi lain, rasio *Book Value of Equity to Total Debt* (X4) menunjukkan pola fluktuatif dengan kecenderungan meningkat pada akhir periode pengamatan. Peningkatan ini mengindikasikan bahwa struktur permodalan perusahaan semakin kuat, di mana proporsi ekuitas relatif lebih besar dibandingkan dengan total utang. Secara keseluruhan, kondisi ini mencerminkan peningkatan kemampuan perusahaan dalam menanggung kewajiban finansialnya, meskipun sempat mengalami tekanan pada periode pertengahan.

Secara keseluruhan, hasil analisis menunjukkan bahwa kondisi keuangan perusahaan berada dalam dinamika yang kompleks. Perusahaan masih mampu menjaga likuiditas dan memperkuat struktur modal, namun menghadapi tekanan pada profitabilitas operasional. Oleh karena itu, diperlukan analisis lanjutan menggunakan model Modified Altman Z-Score untuk memperoleh gambaran yang lebih komprehensif mengenai potensi financial distress perusahaan.

Analisis Model Altman Z-score Modifikasi

Sebagai upaya mengevaluasi kondisi keuangan perusahaan serta mengidentifikasi risiko krisis keuangan, penelitian ini menerapkan model Altman Z-Score modifikasi yang mengombinasikan rasio likuiditas, profitabilitas, dan solvabilitas perusahaan. Perhitungan nilai Z” dilakukan berdasarkan data laporan keuangan tahunan PT Gudang Garam Tbk periode 2019–2025 untuk menilai tingkat kesehatan keuangan perusahaan. Hasil perhitungan nilai Z” disajikan pada tabel berikut.

Tabel 4. 2 Hasil Perhitungan Nilai Z” PT Gudang Garam Tbk Periode 2019 - 2025

TAHUN	Z"	HASIL ANALISIS
2019	7,525	<i>Safe Zone</i>
2020	9,115	<i>Safe Zone</i>
2021	6,948	<i>Safe Zone</i>
2022	6,318	<i>Safe Zone</i>

2023	6,419	Safe Zone
2024	7,380	Safe Zone
2025	10,605	Safe Zone

Mengacu pada hasil perhitungan Altman Z-Score modifikasi, PT Gudang Garam Tbk selama periode 2019–2025 secara konsisten menunjukkan nilai Z" yang berada jauh di atas batas cut-off 2,6. Kondisi ini mencerminkan bahwa perusahaan berada dalam kategori aman (safe zone) secara berkelanjutan, sehingga tidak menunjukkan indikasi mengalami kesulitan keuangan (financial distress) mampu mempertahankan kondisi finansial yang stabil. Nilai Z" tertinggi tercatat pada tahun 2025 sebesar 10,605, sedangkan nilai terendah terjadi pada tahun 2022 sebesar 6,318, namun seluruh nilai Z" tetap berada dalam kategori aman. Hal ini menunjukkan bahwa fundamental keuangan perusahaan masih cukup kuat dalam menjaga stabilitas keuangan, meskipun terjadi fluktuasi pada beberapa indikator keuangan.

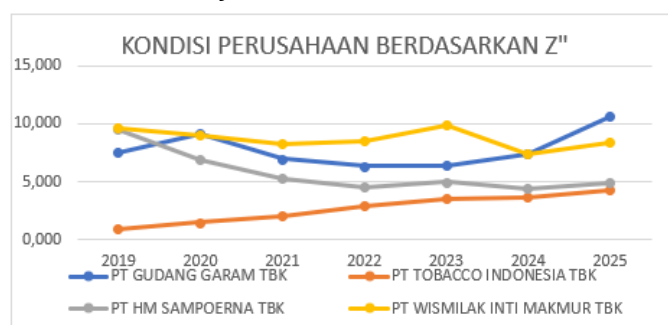
Perkembangan nilai Z-Score selama periode penelitian menunjukkan adanya dinamika dalam kinerja keuangan perusahaan. Pada periode 2019–2020, nilai Z-Score mengalami peningkatan, kemudian terjadi penurunan pada periode 2021–2022 akibat adanya tekanan terhadap kinerja keuangan perusahaan khususnya rasio EBIT to Total Assets (X3), yang mencerminkan penurunan efektivitas perusahaan dalam memperoleh laba operasional. Selanjutnya, pada periode 2023–2025 nilai Z-Score kembali meningkat, yang mencerminkan adanya pemulihan kinerja perusahaan.

Meskipun profitabilitas mengalami penurunan, kondisi tersebut masih dapat diimbangi oleh stabilitas rasio lainnya. Rasio likuiditas (X1) tetap berada pada tingkat yang baik, rasio laba ditahan terhadap total aset (X2) menunjukkan tren stabil dan meningkat, serta rasio solvabilitas (X4) tetap relatif tinggi sehingga mencerminkan struktur permodalan yang kuat. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian terdahulu yang menyatakan bahwa perusahaan secara konsisten berada dalam kategori sehat berdasarkan model Altman Z-Score. Oleh karena itu, tantangan utama perusahaan terletak pada peningkatan efisiensi operasional dan optimalisasi pemanfaatan aset guna mempertahankan stabilitas keuangan di masa mendatang.

Analisis Benchmark

Analisis *benchmarking* dalam penelitian ini dilakukan untuk membandingkan posisi keuangan PT Gudang Garam Tbk dengan perusahaan sejenis dalam industri rokok, sehingga diperoleh gambaran yang lebih komprehensif mengenai posisi relatif perusahaan berdasarkan nilai Altman Z-Score.

Gambar 4.1 Grafik Kondisi Perusahaan Berdasarkan Z"



Selama periode penelitian secara umum, nilai Z'' PT Gudang Garam Tbk menunjukkan pola yang fluktuatif dengan tren penurunan pada 2019-2022. Penurunan ini mengindikasikan adanya tekanan terhadap kondisi keuangan perusahaan, yang dapat disebabkan oleh melemahnya kinerja operasional, meningkatnya beban usaha, maupun kondisi industri yang kurang kondusif. Pada periode tersebut, posisi perusahaan juga relatif berada dibawah PT Wismilak Inti Makmur Tbk sehingga menunjukkan daya saing keuangan yang lebih rendah.

Memasuki periode 2023 hingga 2025, nilai Z'' PT Gudang Garam Tbk menunjukkan adanya pemulihan yang signifikan. Meskipun laba perusahaan menurun drastis pada tahun 202, nilai Z'' tetap mengalami peningkatan. Hal ini karena dipengaruhi oleh perbaikan faktor lain seperti likuiditas, efisiensi operasional, dan struktur permodalan. Pada tahun 2025 perusahaan mencatat nilai Z'' tertinggi dibandingkan dengan perusahaan pembanding, yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam meningkatkan ketahanan keuangan serta menekan risiko *financial distress*.

Jika dibandingkan dengan PT HM Sampoerna Tbk, PT Gudang Garam Tbk menunjukkan kinerja yang lebih unggul pada periode akhir pengamatan. Sementara itu, PT Indonesian Tobacco Tbk menunjukkan tren peningkatan yang relatif stabil, namun tetap berada pada tingkat yang lebih rendah, sehingga belum mampu menyaingi posisi keuangan perusahaan. Di sisi lain, nilai Z'' PT Wismilak Inti Makmur Tbk menunjukkan nilai yang relatif tinggi dan stabil sepanjang periode pengamatan, hal ini menunjukkan bahwa perusahaan tersebut termasuk di antara pesaing teratas di sektor ini dan memiliki tingkat stabilitas keuangan yang tinggi. Namun demikian, pada akhir periode penelitian, PT Gudang Garam Tbk mampu melampaui posisi tersebut, yang mengindikasikan adanya peningkatan daya saing keuangan yang signifikan.

Untuk memperkuat hasil analisis deskriptif tersebut, selanjutnya dilakukan uji beda guna mengetahui apakah terdapat perbedaan secara signifikan secara statistik antara PT Gudang Garam Tbk dengan perusahaan pembanding. Sebelum melakukan uji beda, dilakukan uji normalitas menggunakan metode Shapiro-Wilk.

Gambar 4.2 Hasil Uji Normalitas

	Tests of Normality					
	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
GGRM	.274	7	.122	.869	7	.181
ITIC	.181	7	.200*	.950	7	.731
HMSP	.321	7	.028	.770	7	.020
WIIM	.148	7	.200*	.966	7	.868

*. This is a lower bound of the true significance.
a. Lilliefors Significance Correction

Berdasarkan hasil pengujian yang disajikan pada gambar 4.2, diketahui bahwa tidak seluruh data terdistribusi normal, yang ditunjukkan oleh nilai signifikansi pada variabel HMSP 0,020 (<0,05). Oleh karena itu, analisis dilanjutkan menggunakan uji

non parametik, yaitu Wilcoxon Signed Rank Test, yang sesuai untuk data yang tidak berdistribusi normal.

Gambar 4.3 Hasil Uji Beda PT Gudang Garam Tbk dan PT Indonesian Tobacco Tbk

	Null Hypothesis	Test	Sig.	Decision
1	The median of differences between GGRM and ITIC equals 0.	Related-Samples Wilcoxon Signed Rank Test	.018	Reject the null hypothesis.

Hasil uji Wilcoxon menunjukkan bahwa perbandingan antara PT Gudang Garam Tbk dan PT Indonesian Tobacco Tbk menghasilkan nilai signifikansi sebesar 0,018 (<0,05), yang berarti terdapat perbedaan yang signifikan antara kedua perusahaan. Hal ini mengindikasikan bahwa secara statistik kondisi keuangan PT Gudang Garam Tbk berbeda secara nyata dibandingkan dengan PT Indonesian Tobacco Tbk. Perbedaan tersebut mencerminkan adanya kesenjangan dalam kinerja keuangan, baik dari aspek likuiditas, profitabilitas, maupun struktur permodalan.

Gambar 4.4 Hasil Uji Beda PT Gudang Garam Tbk dan PT HM Sampoerna Tbk

	Null Hypothesis	Test	Sig.	Decision
1	The median of differences between GGRM and HMSP equals 0.	Related-Samples Wilcoxon Signed Rank Test	.091	Retain the null hypothesis.

Asymptotic significances are displayed. The significance level is .05.

Gambar 4.5 Hasil Uji Beda PT Gudang Garam Tbk dan PT Wismilak Inti Makmur Tbk

	Null Hypothesis	Test	Sig.	Decision
1	The median of differences between GGRM and WIMM equals 0.	Related-Samples Wilcoxon Signed Rank Test	.310	Retain the null hypothesis.

Asymptotic significances are displayed. The significance level is .05.

Sementara itu, hasil uji beda antara PT Gudang Garam Tbk dengan PT HM Sampoerna Tbk dan PT Wismilak Inti Makmur Tbk masing-masing menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,091 dan 0,310 (>0,05), yang berarti tidak terdapat perbedaan yang signifikan. Dengan demikian, meskipun terdapat perbedaan nilai Z-Score secara deskriptif, perbedaan tersebut tidak cukup kuat secara statistik selama periode pengamatan. Hal ini menunjukkan bahwa secara relatif PT Gudang Garam Tbk berada dalam kelompok perusahaan dengan kondisi keuangan yang sebanding dengan kedua perusahaan tersebut.

Hasil ini memperkuat temuan sebelumnya dalam analisis benchmarking, di mana PT Gudang Garam Tbk menunjukkan posisi yang kompetitif dalam industri rokok. Tidak adanya perbedaan signifikan dengan PT HM Sampoerna Tbk dan PT Wismilak

Inti Makmur Tbk mengindikasikan bahwa ketiga perusahaan tersebut memiliki tingkat kesehatan keuangan yang relatif setara. Sebaliknya, perbedaan signifikan dengan PT Indonesian Tobacco Tbk menegaskan bahwa terdapat perbedaan tingkat stabilitas keuangan yang lebih jelas antara kedua perusahaan.

Secara keseluruhan, kombinasi antara analisis benchmarking dan uji beda menunjukkan bahwa meskipun PT Gudang Garam Tbk mengalami fluktuasi kinerja selama periode penelitian, perusahaan tetap mampu mempertahankan posisi yang stabil dan kompetitif dalam industri. Hal ini mencerminkan adanya kemampuan adaptasi serta kekuatan struktur keuangan yang dimiliki perusahaan dalam menghadapi dinamika kondisi internal maupun eksternal.

PEMBAHASAN

Kondisi keuangan PT Gudang Garam Tbk selama periode 2019–2025 menunjukkan karakteristik yang relatif stabil meskipun terdapat dinamika pada beberapa indikator keuangan. Hasil analisis rasio keuangan menunjukkan bahwa perusahaan mampu mempertahankan likuiditas (X1), memperkuat akumulasi laba ditahan (X2) dan mempertahankan struktur permodalan (X4). Namun, rasio profitabilitas operasional (X3) mengalami penurunan yang mengindikasikan melemahnya efisiensi perusahaan dalam mengoptimalkan aset yang dimiliki untuk menghasilkan keuntungan. Kondisi tersebut menunjukkan bahwa kesehatan keuangan perusahaan dipengaruhi oleh interaksi berbagai komponen keuangan. Penurunan profitabilitas tidak secara langsung memperburuk kondisi perusahaan karena masih diimbangi oleh kekuatan likuiditas dan solvabilitas. Oleh karena itu, penilaian kesehatan keuangan perlu dilakukan secara komprehensif dan tidak secara parsial.

PT Gudang Garam Tbk secara konsisten berada pada zona aman berdasarkan hasil perhitungan menggunakan model Altman Z-Score Modifikasi, karena nilai Z-Score perusahaan tercatat jauh di atas *cut off* 2,6. Temuan ini menunjukkan bahwa perusahaan risiko financial distress yang rendah selama periode penelitian. Meskipun demikian, fluktuasi nilai Z-Score pada tahun 2021–2022 mencerminkan adanya tekanan pada kinerja keuangan, terutama akibat penurunan profitabilitas. Di sisi lain, peningkatan nilai Z-Score pada periode 2023–2025 menunjukkan adanya pemulihan kondisi keuangan perusahaan. Peningkatan tersebut tetap terjadi meskipun pada tahun 2024 perusahaan mengalami penurunan laba, Hal ini mengindikasikan bahwa model Altman Z-Score selain dipengaruhi oleh laba, yang mengindikasikan bahwa nilai Z-Score tidak hanya dipengaruhi oleh laba, tetapi juga oleh likuiditas, laba ditahan, dan struktur permodalan. Dengan demikian, stabilitas keuangan perusahaan lebih mencerminkan kekuatan struktur keuangan secara keseluruhan.

Hasil analisis benchmarking menunjukkan bahwa posisi PT Gudang Garam Tbk dalam industri rokok bersifat dinamis. Pada periode awal pengamatan, perusahaan cenderung berada di bawah PT Wismilak Inti Makmur Tbk, yang mengindikasikan adanya kelemahan relatif dalam kinerja keuangan. Namun, pada

periode akhir penelitian, PT Gudang Garam Tbk mampu menunjukkan perbaikan yang signifikan dan bahkan melampaui perusahaan pembanding lainnya. Hal ini mencerminkan adanya kemampuan adaptasi perusahaan terhadap perubahan kondisi industri serta efektivitas strategi yang diterapkan dalam memperbaiki kinerja keuangan.

Uji beda dengan Wilcoxon Signed Rank test, digunakan untuk memperkuat hasil analisis tersebut. Hasil pengujian menunjukkan bahwa terdapat perbedaan signifikan antara PT Gudang Garam Tbk dan PT Indonesian Tobacco Tbk (sig. 0,018 < 0,05), yang menunjukkan adanya kesenjangan kondisi keuangan yang cukup jelas antara kedua perusahaan. Sebaliknya, tidak terdapat perbedaan signifikan antara PT Gudang Garam Tbk dengan PT HM Sampoerna Tbk (sig. 0,091 > 0,05) dan PT Wismilak Inti Makmur Tbk (sig. 0,310 > 0,05). Temuan ini mengindikasikan bahwa secara statistik ketiga perusahaan tersebut berada dalam kelompok kondisi keuangan yang relatif setara, meskipun secara deskriptif terdapat perbedaan nilai Z-Score.

Berdasarkan hasil analisis benchmarking, posisi PT Gudang Garam Tbk dalam industri rokok menunjukkan kondisi yang dinamis. Tidak adanya perbedaan signifikan dengan dua perusahaan besar lainnya mengindikasikan bahwa tingkat kesehatan keuangan perusahaan berada pada level yang sebanding. Sementara itu, perbedaan signifikan dengan PT Indonesian Tobacco Tbk menegaskan bahwa PT Gudang Garam Tbk memiliki keunggulan dalam hal stabilitas dan kekuatan struktur keuangan.

Secara keseluruhan, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa PT Gudang Garam Tbk memiliki ketahanan keuangan yang kuat dengan risiko financial distress yang relatif rendah. Stabilitas tersebut didukung oleh kondisi likuiditas dan struktur permodalan yang baik, meskipun perusahaan masih menghadapi tantangan pada aspek profitabilitas dan efisiensi operasional. Oleh karena itu, perusahaan perlu meningkatkan optimalisasi aset dan efektivitas operasional agar kinerja keuangan tetap berkelanjutan dan kompetitif di tengah dinamika industri.

KESIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil analisis menggunakan model Modified Altman Z-Score, analisis rasio keuangan, benchmarking, dan uji beda, PT Gudang Garam Tbk selama periode 2019–2025 secara konsisten berada dalam kategori sehat (safe zone) dengan risiko financial distress yang rendah. Stabilitas keuangan perusahaan didukung oleh likuiditas yang baik, peningkatan laba ditahan, dan struktur permodalan yang kuat, meskipun profitabilitas operasional mengalami penurunan akibat melemahnya efisiensi pemanfaatan aset.

Hasil benchmarking menunjukkan bahwa posisi perusahaan dalam industri rokok bersifat dinamis. Pada akhir periode penelitian, perusahaan berhasil meningkatkan daya saing dan menunjukkan kinerja yang lebih kompetitif dibandingkan sebelumnya. Uji beda Wilcoxon juga menunjukkan bahwa kondisi keuangan perusahaan tidak berbeda signifikan dengan PT HM Sampoerna Tbk dan PT Wismilak Inti Makmur Tbk, tetapi berbeda signifikan dengan PT Indonesian Tobacco Tbk.

Berdasarkan temuan tersebut, perusahaan disarankan untuk mempertahankan stabilitas likuiditas dan struktur permodalan serta meningkatkan efisiensi operasional guna memperkuat profitabilitas. Investor juga disarankan untuk mempertimbangkan aspek likuiditas dan solvabilitas selain laba dalam menilai perusahaan. Selain itu, penelitian selanjutnya diharapkan menggunakan model prediksi dan variabel yang lebih beragam agar hasil penelitian lebih komprehensif.

DAFTAR PUSTAKA

- Adischie, R., Suhartono, A., Ekonomi, F., Bisnis, D., & Pamulang, U. (2024). *Jurnal KONSISTEN Vol . 1 , No . 3 Bulan September 2024 ANALISIS PREDIKSI KEBANGKRUTAN DENGAN METODE ALTMAN Z SCORE , SPRINGATE DAN ZMIJEWSKI PADA PERUSAHAAN ROKOK DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2018-2022* *Jurnal KONSISTEN Vol . 1 , No . 3 Bulan September 2024*. 1(3), 412–426.
- 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). *J-CEKI:JurnalCendekiaIlmiah*, 4(3), 209–217. <https://ulilalbabinstitute.id/index.php/J-CEKI>
- Aziza, N. (2023). Deskriptif Kuantitatif. In S. Haryanti (Ed.), *Metodologi Penelitian 1* (pp. 165–179). Media Sains Indonesia.
- Barnas, B. (2021). *Prediksi Kebangkrutan pada PT Trikonsel Oke Tbk dengan Menggunakan Metode Altman Z-Score Modifikasi Periode 2012- Bankruptcy Predictions At PT . Trikonsel Oke Tbk . Using Altman Z-Score Modification Method Period 2012-2018*. 1(2), 444–453.
- Barus, J., Priyatama, A., & Raki, R. (2023). ANALISIS FINANCIAL DISTRESS PERUSAHAAN MENGGUNAKAN MODEL ZMIJEWSKI DAN MODEL SPRINGATE PADA PERUSAHAAN INDUSTRI SUB. *Barus, J., Priyatama, A., & Raki, R. (2023). ANALISIS FINANCIAL DISTRESS PERUSAHAAN MENGGUNAKAN MODEL ZMIJEWSKI DAN MODEL SPRINGATE PADA PERUSAHAAN INDUSTRI SUB. Jurnal Akuntansi Dan Manajemen*, 3(2), 10–19. <https://jurnal.Polibatam.Ac.Id/JurnalAkuntansi>, 3(2), 10–19. <https://jurnal.polibatam.ac.id/>
- Boga, K. (2025). Masa Depan Industri Tembakau Indonesia. *Kompas.Com*. <https://agri.kompas.com/read/2025/06/19/105922184/masa-depan-industri-tembakau-indonesia?page=all#page2>
- Febriyandi, A., & Amalia, H. S. (2022). Analisis Financial Distress Menggunakan Model Altman Z-Score Pada Perusahaan Manufaktur Yang Tercatat Di Bursa Efek Indonesia Periode 2018-2020. *Juma: Jurnal Manajemen Dan Akuntansi*, 23(April), 72–94. <http://journal.stiei-kayutangi-bjm.ac.id/>
- Hidayat, W. (2024). *Indikasi Kesulitan Keuangan* (1st ed.). Pena Persada Kerta Utama. <https://penapersada.id/>
- Julianti, W., Mai, M. U., & Nurdin, A. A. (2021). *Prediksi Kebangkrutan Altman Z-Score Modifikasi Komparasi Perusahaan Terbesar dan Terkecil Sub Sektor Tekstil dan Garmen di BEI* *Bankruptcy prediction altman z-score modification of the largest*

- and smallest companies of textile and garment sub sector. 1(3), 606–614.*
- Lu, Y., Li, Y., Zhang, H., & Kou, Y. (2020). Internal and External Factors Leading to Corporate Financial Distress A Case Study of Huayi Brothers Media Group. *Saudi Journal of Economics and Finance*, 9414, 281–286. <https://doi.org/10.36348/sjef.2020.v04i06.014>
- Lubis, H. Y., & Aisjah, S. (2024). Analisis Financial Distress Dengan Altman Z-Score. *Jurnal Management Risiko Dan Keuangan*, 3(3), 250–260. <https://doi.org/10.21776/jmrk.2024.03.3.04>
- Makruf, A., & Ramdani, D. (2021). Analisis Perbandingan Financial Distress Pada Perusahaan Sub Sektor Rokok Periode 2015-2019. *Business Innovation and Entrepreneurship Journal*, 3(3), 157–163. <https://doi.org/10.35899/biej.v3i3.304>
- Ramadhani, R., Yuliani, Saputri, N., & Muthia, F. (2023). Prediksi Financial Distress : Analisis Metode Altman Z-Score , Zmijewski , dan Grover pada Perusahaan Sektor Transportasi dan Logistik. *Widya Cipta: Jurnal Sekretaris Dan Manajemen*, 7(2), 207–217. <https://doi.org/10.31294/widyacipta.v7i2.16108>
- Rustiana, S. H., Maryati, & Dyarini. (2022). *ANALISIS LAPORAN KEUANGAN* (1st ed.). UM Jakarta Press.
- Septiana, N. W., Rogahang, J. J., & Mukuan, D. D. S. (2024). Analisis Prediksi Financial Distress dengan Menggunakan Metode Altman Z-Score pada Perusahaan Subsektor Tembakau. *Productivity*, 5(1), 837–842. <https://doi.org/10.35797/ejp.v5i1.54676>
- Tania, S. (2021). Prediksi Kebangkrutan Menggunakan Metode Altman Z-Score Modifikasi pada PT Inti (Persero). *Indonesian Journal of Economics and Management*, 1(3), 628–633. <https://jurnal.polban.ac.id/ijem>
- Yulianti, M. (2025). *Buku Ajar Analisis Laporan Keuangan* (Pertama). Penerbit Widina Media Utama. <https://www.penerbitwidina.com/>