

Analisis Kebangkrutan PT. Indofarma Tbk. Menggunakan Model Altman Z-Score

Bankruptcy Analysis of PT Indofarma Tbk. Using the Altman Z-Score Model

¹Decky*, ²Muhammad Fauzan, ³Dharmasetiawan

^{1,2,3}Program Studi Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Islam Indragiri

^{1,2,3}Jl. H.R. Soebrantas, Indragiri Hilir, Riau, Indonesia

*e-mail: deckydef39@gmail.com

(received: 20 Juni 2026, revised: 25 Juni 2026, accepted: 25 Juli 2026)

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis potensi kebangkrutan PT Indofarma Tbk periode 2020–2024 dengan menggunakan model Altman Z-Score. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif deskriptif dengan data sekunder berupa laporan keuangan perusahaan, meliputi total aset, total liabilitas, modal kerja, laba ditahan, EBIT, nilai pasar ekuitas, dan penjualan bersih. Teknik analisis dilakukan dengan menghitung lima rasio utama dalam model Altman Z-Score, yaitu *working capital to total assets*, *retained earnings to total assets*, *EBIT to total assets*, *market value of equity to total liabilities*, dan *sales to total assets*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa PT Indofarma Tbk masih berada pada zona aman pada tahun 2020 dan 2021 dengan nilai Z-Score masing-masing sebesar 7,0433 dan 4,2301. Namun, sejak tahun 2022 hingga 2024 perusahaan masuk ke dalam distress zone dengan nilai Z-Score sebesar 0,4665, -5,2688, dan -8,1484. Penurunan tersebut dipengaruhi oleh melemahnya modal kerja, akumulasi kerugian, rendahnya kemampuan aset dalam menghasilkan laba, serta menurunnya nilai pasar ekuitas terhadap total liabilitas. Dengan demikian, PT Indofarma Tbk diprediksi mengalami potensi risiko kebangkrutan yang tinggi dan membutuhkan langkah pemulihan keuangan melalui restrukturisasi liabilitas, efisiensi operasional, peningkatan penjualan, dan penguatan modal kerja.

Kata kunci: Altman Z-Score, kebangkrutan, *financial distress*, PT Indofarma Tbk, laporan keuangan

Abstract

This study aims to analyze the bankruptcy potential of PT Indofarma Tbk during the 2020–2024 period using the Altman Z-Score model. This research applies a descriptive quantitative approach using secondary data obtained from the company's financial statements, including total assets, total liabilities, working capital, retained earnings, EBIT, market value of equity, and net sales. The analysis was conducted by calculating five main ratios in the Altman Z-Score model, namely working capital to total assets, retained earnings to total assets, EBIT to total assets, market value of equity to total liabilities, and sales to total assets. The results show that PT Indofarma Tbk was in the safe zone in 2020 and 2021, with Z-Score values of 7.0433 and 4.2301, respectively. However, from 2022 to 2024, the company entered the distress zone, with Z-Score values of 0.4665, -5.2688, and -8.1484. This decline was mainly caused by weakening working capital, accumulated losses, low asset productivity in generating operating profit, and a decrease in the market value of equity relative to total liabilities. Therefore, PT Indofarma Tbk is predicted to have a high bankruptcy risk and requires financial recovery strategies through liability restructuring, operational efficiency, sales improvement, and working capital strengthening.

Keywords: Altman Z-Score, bankruptcy, *financial distress*, PT Indofarma Tbk, financial statements

1 Pendahuluan

Kebangkrutan perusahaan merupakan salah satu isu penting dalam manajemen keuangan karena berkaitan langsung dengan keberlangsungan usaha dan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya. Kondisi kebangkrutan umumnya tidak terjadi secara tiba-tiba, tetapi diawali

oleh financial distress, yaitu kondisi ketika perusahaan mengalami tekanan keuangan yang ditandai dengan menurunnya kemampuan likuiditas, melemahnya profitabilitas, meningkatnya beban utang, serta terganggunya aktivitas operasional (Fathihani, 2024). Oleh sebab itu, analisis prediksi kebangkrutan diperlukan sebagai sistem peringatan dini bagi manajemen, investor, kreditor, dan pihak-pihak berkepentingan agar dapat menilai tingkat kesehatan keuangan perusahaan secara lebih objektif (Aini et al., 2025). Model Altman Z-Score menjadi salah satu pendekatan yang relevan karena menggunakan data laporan keuangan dan rasio fundamental perusahaan untuk mengklasifikasikan kondisi perusahaan ke dalam kategori sehat, rawan, atau berisiko bangkrut (Putri et al., 2024).

Salah satu model yang banyak digunakan dalam menganalisis potensi kebangkrutan adalah model Altman Z-Score. Model ini menggabungkan beberapa rasio keuangan, seperti modal kerja terhadap total aset, laba ditahan terhadap total aset, laba sebelum bunga dan pajak terhadap total aset, nilai pasar ekuitas terhadap total liabilitas, serta penjualan terhadap total aset. Rasio-rasio tersebut digunakan untuk menghasilkan nilai komposit Z-Score yang dapat mengklasifikasikan perusahaan ke dalam kategori sehat, rawan, atau berpotensi bangkrut. Penggunaan model Altman Z-Score dinilai relevan karena mampu memberikan gambaran menyeluruh mengenai kondisi keuangan perusahaan melalui pendekatan kuantitatif berbasis laporan keuangan (Fauzan & Ardiansyah, 2021).

Sektor farmasi merupakan salah satu sektor strategis di Indonesia karena berhubungan langsung dengan penyediaan produk kesehatan, obat-obatan, dan alat kesehatan bagi masyarakat. Namun, perusahaan farmasi juga menghadapi tantangan yang cukup kompleks, terutama setelah pandemi COVID-19, seperti perubahan permintaan pasar, meningkatnya biaya bahan baku, tekanan rantai pasok, persaingan produk impor, serta beban operasional yang tinggi. Kondisi tersebut menuntut perusahaan farmasi untuk mampu menjaga stabilitas keuangan, efisiensi operasional, dan kemampuan memenuhi kewajiban jangka pendek maupun jangka panjang. Jika tekanan tersebut tidak dikelola dengan baik, maka risiko financial distress dapat meningkat dan mengancam keberlangsungan usaha perusahaan.

PT Indofarma Tbk merupakan salah satu Badan Usaha Milik Negara yang bergerak di bidang farmasi dan alat kesehatan serta terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan kode saham INAF. Sebagai perusahaan farmasi milik negara, PT Indofarma Tbk memiliki peran penting dalam mendukung ketersediaan produk kesehatan nasional. Namun, berdasarkan laporan keuangan periode 2020–2024, perusahaan menunjukkan indikasi tekanan keuangan yang cukup serius. Penjualan bersih perusahaan mengalami penurunan tajam setelah sempat meningkat pada tahun 2021. Selain itu, perusahaan juga mencatatkan kerugian bersih dalam beberapa tahun berikutnya, disertai peningkatan liabilitas dan penurunan ekuitas. Kondisi ini menunjukkan adanya permasalahan keuangan yang perlu dianalisis lebih lanjut menggunakan alat prediksi kebangkrutan yang tepat.

Beberapa penelitian terdahulu menunjukkan bahwa model Altman Z-Score dapat digunakan untuk menilai kondisi keuangan perusahaan secara objektif. Putri, Fauzan, dan Alfassa meneliti PT Unilever Indonesia Tbk periode 2018–2022 dan menemukan bahwa perusahaan berada dalam kondisi sehat berdasarkan model Altman Z-Score. Temuan tersebut menunjukkan bahwa model Altman Z-Score dapat digunakan sebagai alat analisis untuk mengklasifikasikan kondisi keuangan perusahaan berdasarkan rasio-rasio fundamental (Putri et al., 2024). Selain itu, penelitian Madewi terhadap PT Indofarma Tbk tahun 2020–2022 menunjukkan bahwa perusahaan telah berada pada kondisi menuju kebangkrutan dan membutuhkan perhatian serius dari manajemen maupun pemerintah (Madewi, 2024).

Kajian lain yang meneliti PT Indofarma Tbk juga menunjukkan hasil yang relevan dengan urgensi penelitian ini. Saputra dan Nuryani menemukan bahwa kondisi keuangan PT Indofarma Tbk periode 2013–2022 mayoritas berada dalam zona kesulitan keuangan berdasarkan metode Altman Z-Score (Saputra & Nuryani, 2024). Selanjutnya, Fitriani et al. menganalisis prediksi kebangkrutan PT Indofarma Tbk menggunakan metode Altman Z-Score dan Zmijewski, yang menunjukkan bahwa analisis kebangkrutan penting dilakukan untuk mengetahui kondisi perusahaan secara lebih dini (Fitriani et al., 2025). Penelitian Ellin dan Matasik juga menunjukkan bahwa PT Indofarma Tbk periode 2022–2024 berada dalam kondisi financial distress serius, ditandai dengan nilai Z-Score yang berada jauh di bawah ambang batas aman, modal kerja negatif, kerugian operasional berkelanjutan, peningkatan utang, dan penurunan ekuitas (Ellin & Matasik, 2025).

Berdasarkan fenomena dan hasil penelitian terdahulu tersebut, permasalahan dalam penelitian ini adalah bagaimana kondisi keuangan PT Indofarma Tbk berdasarkan rasio keuangan dalam model Altman Z-Score dan apakah PT Indofarma Tbk berada dalam zona kebangkrutan berdasarkan nilai Z-Score yang diperoleh. Penelitian ini penting dilakukan karena PT Indofarma Tbk merupakan

perusahaan farmasi BUMN yang memiliki peran strategis, tetapi menunjukkan gejala financial distress yang cukup kuat dalam beberapa tahun terakhir. Dengan demikian, penelitian ini bertujuan untuk menganalisis kondisi keuangan PT Indofarma Tbk serta mengidentifikasi kategori risiko kebangkrutan perusahaan berdasarkan model Altman Z-Score. Secara teoritis, penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi dalam pengembangan kajian manajemen keuangan, khususnya analisis prediksi kebangkrutan. Secara praktis, hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi bahan pertimbangan bagi manajemen, investor, kreditor, dan pemangku kepentingan lainnya dalam menilai risiko keuangan serta merumuskan strategi perbaikan bagi PT Indofarma Tbk.

2 Tinjauan Literatur

Kajian mengenai prediksi kebangkrutan dalam beberapa tahun terakhir menunjukkan bahwa analisis financial distress tidak hanya digunakan untuk menilai kondisi akhir perusahaan, tetapi juga sebagai alat peringatan dini untuk membaca arah penurunan kinerja keuangan sebelum perusahaan benar-benar berada pada kondisi gagal bayar. Penelitian-penelitian terbaru cenderung menempatkan laporan keuangan sebagai dasar utama dalam membaca sinyal kebangkrutan melalui kombinasi rasio likuiditas, profitabilitas, solvabilitas, dan aktivitas. Dalam konteks tersebut, model Altman Z-Score tetap banyak digunakan karena mampu menghubungkan beberapa rasio keuangan menjadi satu nilai komposit yang dapat menggambarkan tingkat kesehatan keuangan perusahaan. Namun, perkembangan penelitian terbaru menunjukkan bahwa hasil prediksi kebangkrutan sangat bergantung pada karakteristik sektor, periode pengamatan, dan tekanan ekonomi yang dihadapi perusahaan.

Fauzan dan Ardiansyah (2021) meneliti prediksi kebangkrutan perusahaan batu bara yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan menggunakan model Altman Z-Score. Penelitian tersebut memperlihatkan bahwa model Altman Z-Score dapat digunakan untuk memetakan kondisi perusahaan berdasarkan perubahan rasio keuangan utama, terutama pada sektor yang rentan terhadap perubahan harga komoditas, beban operasional, dan tekanan pasar. Relevansi penelitian tersebut terletak pada penggunaan model Altman Z-Score sebagai alat analisis kuantitatif dalam menilai potensi kebangkrutan perusahaan publik. Namun, penelitian tersebut masih berada pada konteks sektor batu bara, sehingga belum menjelaskan bagaimana model yang sama bekerja pada perusahaan farmasi BUMN yang memiliki karakteristik berbeda, baik dari sisi struktur aset, model bisnis, regulasi, maupun tekanan operasional.

Penelitian Putri, Fauzan, dan Alfassa (2024) pada PT Unilever Indonesia Tbk periode 2018–2022 juga menunjukkan bahwa model Altman Z-Score dapat digunakan untuk menilai kondisi keuangan perusahaan manufaktur yang memiliki kinerja relatif stabil. Hasil penelitian tersebut menempatkan PT Unilever Indonesia Tbk dalam kategori sehat karena nilai Z-Score berada di atas batas aman. Temuan ini memperlihatkan bahwa model Altman Z-Score tidak hanya berfungsi untuk menemukan perusahaan yang berisiko bangkrut, tetapi juga mampu mengonfirmasi kondisi perusahaan yang berada pada zona aman. Meskipun demikian, penelitian tersebut memiliki perbedaan mendasar dengan artikel ini karena objek yang diteliti merupakan perusahaan dengan stabilitas keuangan yang relatif kuat, sedangkan PT Indofarma Tbk menunjukkan indikasi tekanan keuangan yang lebih serius melalui penurunan penjualan, akumulasi kerugian, peningkatan liabilitas, dan penurunan ekuitas.

Kajian pada sektor lain juga memperkuat pemahaman bahwa model prediksi kebangkrutan perlu diterapkan secara kontekstual. Utami & Hardana, (2022) menggunakan model Altman Z-Score untuk menilai kondisi PT Indofood Sukses Makmur Tbk dan menunjukkan bahwa model tersebut dapat dipakai untuk membaca stabilitas keuangan perusahaan sektor konsumsi. Sementara itu, Mahardika & Setyawan (2022) menggunakan beberapa model prediksi kebangkrutan, yaitu Altman Z-Score, Zmijewski, dan Grover, pada perusahaan otomotif selama masa pandemi COVID-19. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa kondisi krisis dapat memperbesar tekanan terhadap kinerja perusahaan, tetapi tidak semua perusahaan secara otomatis berada pada zona financial distress. Temuan ini penting karena menunjukkan bahwa prediksi kebangkrutan tidak cukup hanya dilihat dari adanya krisis eksternal, melainkan harus dibuktikan melalui rasio keuangan perusahaan secara sistematis.

Pada sektor farmasi, Idris & Aini (2021) menganalisis prediksi kebangkrutan PT Kalbe Farma Tbk dengan menggunakan model Altman, Springate, dan Zmijewski. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa perusahaan farmasi dengan fundamental keuangan yang kuat masih mampu

mempertahankan kondisi keuangan yang relatif sehat. Temuan ini menjadi pembanding penting bagi penelitian terhadap PT Indofarma Tbk karena kedua perusahaan berada dalam sektor yang sama, tetapi memiliki karakteristik kinerja keuangan yang berbeda. PT Kalbe Farma Tbk menunjukkan stabilitas keuangan yang lebih baik, sedangkan PT Indofarma Tbk mengalami tekanan keuangan yang tercermin dari penurunan pendapatan, kerugian berkelanjutan, peningkatan liabilitas, dan melemahnya ekuitas. Temuan Daryani & Herdina, (2023) pada perusahaan farmasi periode 2019–2022 juga menunjukkan bahwa analisis rasio keuangan dan Altman Z-Score dapat digunakan untuk membaca potensi kebangkrutan pada sektor farmasi secara lebih terukur. Selain itu, Saputra dan Nuryani (2024) menemukan bahwa PT Indofarma Tbk mayoritas berada dalam zona kesulitan keuangan, terutama pada tahun 2022 ketika nilai Z-Score berada di bawah batas aman. Kajian Chantika et al., (2025) pada PT Kimia Farma Tbk juga memperlihatkan bahwa perusahaan farmasi BUMN dapat mengalami pergeseran kondisi dari grey zone menuju bankruptcy zone ketika terjadi pelemahan profitabilitas, likuiditas, dan pengelolaan leverage. Dengan demikian, kajian kebangkrutan pada perusahaan farmasi tidak dapat digeneralisasikan hanya berdasarkan kesamaan sektor usaha, karena setiap perusahaan memiliki struktur modal, kemampuan menghasilkan laba, efektivitas penggunaan aset, serta beban kewajiban yang berbeda.

Kajian yang secara langsung meneliti PT Indofarma Tbk menunjukkan adanya arah temuan yang semakin konsisten mengenai memburuknya kondisi keuangan perusahaan. Madewi (2024) meneliti PT Indofarma Tbk periode 2020–2022 dan menemukan bahwa perusahaan sudah berada pada fase menuju kebangkrutan berdasarkan model Altman Z-Score. Saputra dan Nuryani (2024) juga menemukan bahwa PT Indofarma Tbk periode 2013–2022 menunjukkan kondisi financial distress, khususnya pada tahun 2022 ketika nilai Z-Score berada di bawah batas aman. Fitriani et al. (2025) memperluas analisis melalui penggunaan model Altman Z-Score dan Zmijewski untuk memprediksi potensi kebangkrutan PT Indofarma Tbk. Ellin dan Matasik (2025) kemudian menegaskan bahwa periode 2022–2024 menunjukkan kondisi financial distress serius. Rangkaian penelitian tersebut memperlihatkan bahwa PT Indofarma Tbk telah menjadi objek penting dalam kajian kebangkrutan, tetapi masih terdapat ruang penelitian untuk menganalisis secara lebih tuntas perubahan kondisi keuangan perusahaan sepanjang periode 2020–2024.

Berdasarkan analisis terhadap penelitian terdahulu, sebagian penelitian telah menilai perusahaan yang berada pada kondisi sehat, seperti Unilever dan Indofood, sedangkan sebagian lainnya menilai perusahaan yang berada dalam tekanan keuangan, seperti Indofarma. Namun, belum banyak kajian yang secara khusus merangkai perubahan kondisi PT Indofarma Tbk dari periode awal pandemi hingga periode pascapandemi dengan cakupan data 2020–2024 menggunakan model Altman Z-Score Orisinal. Padahal, periode tersebut penting karena memperlihatkan transisi kondisi keuangan perusahaan dari fase penjualan yang sempat meningkat pada masa pandemi menuju fase penurunan pendapatan, kerugian besar, dan ekuitas negatif. Dengan kata lain, artikel ini tidak hanya mengulang penerapan model Altman Z-Score, tetapi berfokus pada pembacaan perubahan rasio X1 sampai X5 dalam menjelaskan pergeseran tingkat risiko kebangkrutan PT Indofarma Tbk selama lima tahun pengamatan.

Novelty artikel ini terletak pada fokus analisis terhadap PT Indofarma Tbk periode 2020–2024 dengan menempatkan Altman Z-Score sebagai alat untuk membaca dinamika perubahan risiko kebangkrutan secara berurutan dari tahun ke tahun. Artikel ini berusaha menunjukkan rasio mana yang paling melemahkan nilai Z-Score perusahaan, terutama terkait modal kerja, laba ditahan, EBIT, nilai pasar ekuitas terhadap total kewajiban, dan efektivitas penjualan terhadap total aset. Dengan demikian, artikel ini mengisi celah penelitian sebelumnya yang cenderung hanya berhenti pada klasifikasi perusahaan berada dalam zona sehat, grey area, atau distress zone, tanpa menekankan secara mendalam perubahan rasio yang membentuk penurunan nilai Z-Score dalam konteks perusahaan farmasi BUMN.

Berdasarkan uraian penelitian terdahulu dan kondisi keuangan PT Indofarma Tbk, maka pengembangan hipotesis dalam artikel ini diarahkan pada dugaan bahwa penurunan kinerja keuangan perusahaan akan tercermin pada rendahnya nilai Altman Z-Score. Apabila rasio modal kerja, laba ditahan, EBIT, nilai pasar ekuitas, dan penjualan terhadap total aset menunjukkan pelemahan, maka nilai Z-Score perusahaan akan menurun dan menempatkan perusahaan pada zona risiko kebangkrutan. Oleh karena itu, hipotesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut: H0: PT Indofarma Tbk periode 2020–2024 diprediksi berada dalam kondisi keuangan yang sehat atau safe zone berdasarkan model Altman Z-Score.

H1: PT Indofarma Tbk periode 2020–2024 diprediksi mengalami potensi risiko kebangkrutan yang tinggi dan berada dalam kategori distress zone berdasarkan model Altman Z-Score.

3 Metode Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif deskriptif dengan rancangan studi kasus pada PT Indofarma Tbk. Pendekatan ini digunakan karena penelitian mengolah data keuangan berbentuk angka untuk menghitung rasio dan nilai prediksi kebangkrutan. Metode deskriptif dipilih untuk menggambarkan kondisi keuangan perusahaan berdasarkan hasil perhitungan Altman Z-Score. Pendekatan serupa juga digunakan dalam penelitian financial distress berbasis laporan keuangan perusahaan (Saputra & Nuryani, 2024; Madewi, 2024).

Objek penelitian ini adalah PT Indofarma Tbk, yaitu perusahaan farmasi dan alat kesehatan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan kode saham INAF. Ruang lingkup penelitian dibatasi pada laporan keuangan PT Indofarma Tbk periode 2020–2024. Data yang digunakan merupakan data kuantitatif sekunder berupa laporan posisi keuangan, laporan laba rugi, laporan tahunan, harga saham, jumlah saham beredar, total aset, total liabilitas, laba ditahan, EBIT, dan penjualan bersih. Data diperoleh melalui studi dokumentasi dari laporan keuangan auditan dan laporan tahunan perusahaan yang dipublikasikan secara resmi.

Teknik pengumpulan data dilakukan dengan cara dokumentasi, yaitu mengumpulkan, menelaah, dan mencatat data keuangan PT Indofarma Tbk sesuai kebutuhan variabel dalam model Altman Z-Score. Teknik ini relevan karena penelitian tidak menggunakan responden, melainkan menganalisis data historis perusahaan. Penggunaan data sekunder laporan keuangan juga banyak digunakan dalam penelitian prediksi kebangkrutan dan financial distress perusahaan (Fitriani et al., 2025; Ellin & Matasik, 2025).

4 Hasil dan Pembahasan

Hasil penelitian ini diperoleh melalui perhitungan lima rasio keuangan dalam model Altman Z-Score, yaitu working capital to total assets (X1), retained earnings to total assets (X2), EBIT to total assets (X3), market value of equity to total liabilities (X4), dan sales to total assets (X5). Kelima rasio tersebut digunakan untuk menilai kondisi keuangan PT Indofarma Tbk selama periode 2020–2024. Ringkasan hasil perhitungan rasio Altman Z-Score disajikan pada Tabel 2.

Tabel 2. Ringkasan Rasio Keuangan Altman Z-Score PT Indofarma Tbk Periode 2020–2024

Tahun	X1	X2	X3	X4	X5
2020	0,0517	0,0475	0,0179	9,7551	1,0026
2021	0,0208	0,0218	-0,0115	4,6166	1,4426
2022	-0,2869	-0,2508	-0,2574	2,1062	0,7476
2023	-1,3145	-1,4571	-0,8471	0,7551	0,6909
2024	-2,3354	-2,8037	-0,7584	0,4340	0,8216

Sumber: Data sekunder diolah, 2026.

Berdasarkan Tabel 2, rasio X1 menunjukkan penurunan dari 0,0517 pada tahun 2020 menjadi -2,3354 pada tahun 2024. Penurunan ini menunjukkan bahwa modal kerja PT Indofarma Tbk semakin melemah dan berubah menjadi negatif sejak tahun 2022. Kondisi tersebut mengindikasikan bahwa aset lancar perusahaan tidak lagi mampu menutup liabilitas jangka pendek, sehingga perusahaan menghadapi tekanan likuiditas yang serius. Rasio X2 juga mengalami penurunan tajam dari 0,0475 pada tahun 2020 menjadi -2,8037 pada tahun 2024. Nilai negatif pada rasio ini menunjukkan bahwa perusahaan mengalami akumulasi kerugian yang menggerus laba ditahan dan melemahkan kemampuan perusahaan dalam membentuk cadangan modal internal.

Rasio X3 yang mengukur kemampuan aset dalam menghasilkan laba operasional juga menunjukkan tren negatif. Pada tahun 2020, rasio X3 masih bernilai positif sebesar 0,0179, tetapi sejak tahun 2021 berubah menjadi negatif dan terus memburuk hingga tahun 2024. Hal ini menunjukkan bahwa aset yang dimiliki perusahaan belum mampu menghasilkan laba operasi yang memadai. Sementara itu, rasio X4 mengalami penurunan signifikan dari 9,7551 pada tahun 2020 menjadi 0,4340 pada tahun 2024. Penurunan ini memperlihatkan bahwa nilai pasar ekuitas perusahaan semakin melemah dibandingkan total kewajibannya. Adapun rasio X5 masih bernilai positif sepanjang periode penelitian, tetapi mengalami fluktuasi dari 1,0026 pada tahun 2020 menjadi 0,8216 pada tahun 2024.

Kondisi ini menunjukkan bahwa perusahaan masih mampu menghasilkan penjualan dari aset yang dimiliki, tetapi efektivitas pemanfaatan aset tersebut belum cukup kuat untuk memperbaiki kondisi keuangan secara keseluruhan.

Setelah masing-masing rasio dihitung, nilai rasio tersebut dimasukkan ke dalam formula Altman Z-Score. Hasil perhitungan Z-Score PT Indofarma Tbk disajikan pada Tabel 3.

Tabel 3. Perhitungan Altman Z-Score PT Indofarma Tbk Periode 2020–2024

Tahun	1,2X1	1,4X2	3,3X3	0,6X4	1,0X5	Z-Score
2020	0,0620	0,0665	0,0591	5,8531	1,0026	7,0433
2021	0,0250	0,0305	-0,0380	2,7700	1,4426	4,2301
2022	-0,3443	-0,3511	-0,8494	1,2637	0,7476	0,4665
2023	-1,5774	-2,0400	-2,7954	0,4531	0,6909	-5,2688
2024	-2,8025	-3,9252	-2,5027	0,2604	0,8216	-8,1484

Sumber: Data sekunder diolah, 2026.

Berdasarkan Tabel 3, nilai Z-Score PT Indofarma Tbk mengalami penurunan yang sangat signifikan selama periode penelitian. Pada tahun 2020, nilai Z-Score sebesar 7,0433 dan pada tahun 2021 sebesar 4,2301. Kedua nilai tersebut masih berada di atas batas 2,99, sehingga perusahaan dikategorikan berada pada zona aman. Namun, pada tahun 2022 nilai Z-Score turun drastis menjadi 0,4665, kemudian menurun lebih dalam menjadi -5,2688 pada tahun 2023 dan -8,1484 pada tahun 2024. Penurunan ini menunjukkan bahwa sejak tahun 2022 PT Indofarma Tbk telah masuk ke dalam zona bangkrut atau distress zone. Klasifikasi kondisi keuangan PT Indofarma Tbk berdasarkan nilai Z-Score disajikan pada Tabel 4.

Tabel 4. Klasifikasi Altman Z-Score PT Indofarma Tbk Periode 2020–2024

Tahun	Nilai Z-Score	Klasifikasi	Indikasi
2020	7,0433	Zona Aman	Kondisi keuangan sangat sehat
2021	4,2301	Zona Aman	Kondisi keuangan sehat
2022	0,4665	Zona Bangkrut	Risiko kebangkrutan sangat tinggi
2023	-5,2688	Zona Bangkrut	Ancaman kebangkrutan serius
2024	-8,1484	Zona Bangkrut	Ancaman kebangkrutan sangat serius

Sumber: Data sekunder diolah, 2026.

Tabel 4 menunjukkan bahwa kondisi keuangan PT Indofarma Tbk mengalami perubahan yang cukup tajam. Pada tahun 2020 dan 2021, perusahaan masih berada dalam zona aman. Kondisi tersebut terutama didukung oleh nilai pasar ekuitas yang masih tinggi dan rasio penjualan terhadap total aset yang masih positif. Namun, mulai tahun 2022, perusahaan masuk ke dalam zona bangkrut karena nilai Z-Score berada di bawah batas 1,81. Penurunan ini berlanjut pada tahun 2023 dan 2024 dengan nilai Z-Score negatif, yang menunjukkan bahwa tekanan keuangan perusahaan semakin berat.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa kondisi keuangan PT Indofarma Tbk mengalami penurunan yang konsisten selama periode 2020–2024. Perubahan paling menonjol terlihat pada tahun 2022, ketika nilai Z-Score turun dari zona aman menjadi zona bangkrut. Kondisi ini menunjukkan bahwa setelah tahun 2021 perusahaan mulai mengalami tekanan keuangan yang serius. Penurunan tersebut tidak hanya disebabkan oleh satu rasio, tetapi merupakan akumulasi dari melemahnya likuiditas, menurunnya profitabilitas, meningkatnya tekanan kewajiban, serta turunnya nilai pasar ekuitas perusahaan.

Dari aspek likuiditas, nilai X1 yang semakin negatif menunjukkan bahwa perusahaan mengalami defisit modal kerja. Modal kerja negatif berarti perusahaan menghadapi keterbatasan aset lancar untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Kondisi ini menjadi sinyal awal financial distress karena perusahaan dapat mengalami kesulitan dalam membiayai aktivitas operasional harian dan memenuhi kewajiban yang segera jatuh tempo. Defisit modal kerja yang semakin besar pada tahun 2023 dan 2024 memperlihatkan bahwa tekanan likuiditas perusahaan semakin berat.

Dari aspek profitabilitas, rasio X2 dan X3 menunjukkan pelemahan yang sangat signifikan. X2 yang negatif mencerminkan akumulasi kerugian yang menyebabkan laba ditahan semakin menurun. Sementara itu, X3 yang negatif menunjukkan bahwa aset perusahaan tidak mampu menghasilkan laba operasional. Kondisi ini memperlihatkan bahwa masalah PT Indofarma Tbk bukan hanya berada pada sisi kewajiban, tetapi juga pada kemampuan aset produktif dalam menghasilkan keuntungan. Ketika

aset tidak mampu menghasilkan laba, perusahaan akan semakin sulit memperbaiki posisi modal dan memenuhi beban kewajiban.

Dari aspek solvabilitas pasar, penurunan X4 dari 9,7551 pada tahun 2020 menjadi 0,4340 pada tahun 2024 menunjukkan melemahnya nilai pasar ekuitas dibandingkan total liabilitas. Rasio X4 yang berada di bawah angka 1 pada tahun 2023 dan 2024 mengindikasikan bahwa nilai pasar perusahaan tidak lagi cukup untuk menutup total kewajibannya. Kondisi ini mencerminkan menurunnya kepercayaan pasar terhadap prospek perusahaan. Penurunan nilai pasar ekuitas juga memperberat posisi perusahaan karena kemampuan untuk menarik pendanaan dari pasar modal menjadi semakin terbatas.

Sementara itu, X5 tetap bernilai positif sepanjang periode penelitian, tetapi belum mampu menahan penurunan Z-Score secara keseluruhan. Artinya, meskipun perusahaan masih menghasilkan penjualan, pendapatan tersebut belum cukup untuk mengimbangi beban operasional, defisit modal kerja, dan tekanan liabilitas. Hal ini menunjukkan bahwa penjualan yang terjadi belum sepenuhnya efektif dalam memperbaiki kondisi keuangan perusahaan. Dengan demikian, masalah utama perusahaan terletak pada lemahnya efisiensi operasional, akumulasi kerugian, dan struktur kewajiban yang semakin berat.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Saputra dan Nuryani (2024), Madewi (2024), Fitriani et al. (2025), serta Ellin dan Matasik (2025) yang menunjukkan bahwa PT Indofarma Tbk berada dalam kondisi financial distress berdasarkan model prediksi kebangkrutan. Temuan dalam penelitian ini memperkuat bukti bahwa PT Indofarma Tbk mengalami penurunan kesehatan keuangan yang serius, terutama setelah tahun 2021. Namun, penelitian ini memberikan penekanan pada periode 2020–2024 sehingga dapat menunjukkan perubahan kondisi perusahaan dari zona aman menuju zona bangkrut secara lebih berurutan.

Berdasarkan hasil perhitungan dan pembahasan, hipotesis nol yang menyatakan bahwa PT Indofarma Tbk periode 2020–2024 berada dalam kondisi keuangan sehat tidak didukung oleh hasil penelitian. Sebaliknya, hipotesis alternatif yang menyatakan bahwa PT Indofarma Tbk mengalami potensi risiko kebangkrutan tinggi dan berada dalam distress zone diterima. Hal ini dibuktikan dengan nilai Z-Score yang berada di bawah 1,81 sejak tahun 2022 hingga 2024. Dengan demikian, PT Indofarma Tbk membutuhkan langkah pemulihan keuangan yang serius, terutama melalui penguatan likuiditas, restrukturisasi kewajiban, efisiensi operasional, dan peningkatan kemampuan aset dalam menghasilkan laba.

5 Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis menggunakan model Altman Z-Score, dapat disimpulkan bahwa kondisi keuangan PT Indofarma Tbk selama periode 2020–2024 mengalami penurunan yang signifikan. Pada tahun 2020 dan 2021, perusahaan masih berada dalam kategori zona aman karena nilai Z-Score berada di atas batas 2,99. Namun, sejak tahun 2022 hingga 2024, nilai Z-Score mengalami penurunan tajam dan berada di bawah batas 1,81, sehingga perusahaan masuk dalam kategori distress zone atau zona berisiko bangkrut. Penurunan tersebut dipengaruhi oleh melemahnya rasio modal kerja terhadap total aset, laba ditahan terhadap total aset, EBIT terhadap total aset, serta nilai pasar ekuitas terhadap total liabilitas. Kondisi ini menunjukkan bahwa PT Indofarma Tbk mengalami tekanan likuiditas, akumulasi kerugian, rendahnya kemampuan aset dalam menghasilkan laba, serta melemahnya kemampuan perusahaan dalam menutup kewajiban. Dengan demikian, hipotesis alternatif diterima, yaitu PT Indofarma Tbk periode 2020–2024 diprediksi mengalami potensi risiko kebangkrutan yang tinggi berdasarkan model Altman Z-Score. Oleh karena itu, perusahaan perlu melakukan pemulihan keuangan melalui restrukturisasi liabilitas, efisiensi operasional, peningkatan penjualan, dan penguatan modal kerja agar keberlangsungan usaha dapat tetap terjaga.

Referensi

- [1] Aini, S. N., Widodo, M. W., & Annisa, A. (2025). Analisis potensi kebangkrutan pada perusahaan ritel yang terdaftar di BEI menggunakan metode Altman Z-Score periode 2021–2023. *Prosiding Simposium Nasional Manajemen Dan Bisnis*, 4, 88–94. <https://doi.org/10.29407/8aa8dy06>
- [2] Chantika, N. A. P., Herawati, Y., & Divianto, D. (2025). Analisis penerapan metode Altman Z-Score untuk prediksi kebangkrutan PT Kimia Farma tahun 2019–2023. *Jurnal Inovasi*

- Manajemen, Kewirausahaan, Bisnis Dan Digital, 2(3), 246–257. <https://doi.org/10.61132/jimakebidi.v2i3.758>
- [3] Daryani, R. K., & Herdina, N. (2023). Mengevaluasi prediksi kebangkrutan melalui analisis rasio keuangan dan metode Altman Z-Score pada perusahaan farmasi tahun 2019–2022. *Jurnal Bisnis Dan Ekonomi*, 1(2), 117–134. <https://doi.org/10.61597/jbe-ogzrp.v1i2.8>
- [4] Ellin, E., & Matasik, A. L. (2025). Analisis kondisi financial distress pada PT. Indofarma Tbk. periode 2022–2024. *Prosiding Seminar Nasional Manajemen Dan Ekonomi*, 4(2), 29–53. <https://doi.org/10.59024/semnas.v4i2.664>
- [5] Fathihani, F. (2024). Analisis potensi financial distress dengan model Altman Z-Score: Studi empiris pada perusahaan jasa sektor transportasi darat yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2015–2019. *Jurnal Ilmu Manajemen Terapan*, 6(1), 62–77. <https://doi.org/10.38035/jimt.v6i1.2801>
- [6] Fauzan, M., & Ardiansyah, A. (2021). Analisis prediksi kebangkrutan dengan menggunakan metode Altman Z-Score pada perusahaan batu bara yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Analisis Manajemen*, 7(2). <https://doi.org/10.32520/jam.v7i2.2534>
- [7] Fitriani, L., Rininda, B. P., Fitriyani, Y., & Bandi, M. H. (2025). Analisis prediksi kebangkrutan menggunakan metode Altman Z-Score dan Zmijewski pada PT. Indofarma, Tbk. *EKONOMIKA45: Jurnal Ilmiah Manajemen, Ekonomi Bisnis, Kewirausahaan*, 12(2), 1215–1230. <https://doi.org/10.30640/ekonomika45.v12i2.3461>
- [8] Idris, A., & Aini, R. F. (2021). Prediksi kebangkrutan model Altman, Springate dan Zmijewski pada PT Kalbe Farma Tbk. *Stability: Journal of Management and Business*.
- [9] Madewi, A. (2024). Analisis prediksi kebangkrutan menggunakan model Altman Z-Score PT. Indofarma Tbk tahun 2020–2022. *ECONOMIST: Jurnal Ekonomi Dan Bisnis*, 1(3), 12–21. <https://doi.org/10.63545/economist.v1i3.26>
- [10] Mahardika, B., & Setyawan, S. (2022). Analisis kebangkrutan perusahaan otomotif dimasa pandemi COVID-19 menggunakan analisis model Altman Z-Score, Zmijewski, dan Grover. *Jurnal Cakrawala Ilmiah*, 1(7), 1659–1670.
- [11] Putri, N., Fauzan, M., & Alfassa, A. I. (2024). Analisis prediksi kebangkrutan dengan menggunakan metode Altman Z-Score berdasarkan model terbaik pada PT. Unilever Indonesia Tbk periode 2018–2022. *Jurnal Analisis Manajemen*, 10(2).
- [12] Saputra, D., & Nuryani, A. (2024). Analisis financial distress menggunakan metode Altman Z-Score pada PT Indofarma Tbk periode 2013–2022. *AMANAHA: Jurnal Ilmiah Ilmu Manajemen*, 2(2), 92–108. <https://doi.org/10.70451/amanah.v2i2.114>
- [13] Utami, T. W., & Hardana, A. (2022). Analisis prediksi kebangkrutan dengan menggunakan metode Altman Z-Score pada PT. Indofood Sukses Makmur, Tbk. *SOSMANIORA: Jurnal Ilmu Sosial Dan Humaniora*, 1(4), 399–404. <https://doi.org/10.55123/sosmaniora.v1i4.1116>