

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Dalam mendukung pertumbuhan ekonomi nasional di Indonesia, keberadaan pasar modal memiliki kontribusi yang sangat penting. Berdasarkan Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995, pasar modal memiliki peran strategis sebagai sumber pembiayaan bagi dunia usaha sekaligus wahana investasi bagi masyarakat. Di dalam ekosistem tersebut, sektor industri manufaktur menjadi pilar utama perekonomian. Berdasarkan data Kementerian Perindustrian, Indonesia berhasil menempati peringkat ke-12 dunia sebagai *Top Manufacturing Countries by Value Added* pada tahun 2023 dengan nilai USD255 miliar (Kemenperin, 2024). Sektor ini secara konsisten menyumbang 17-19% terhadap PDB nasional dan mendominasi ekspor nonmigas hingga 75,6% pada akhir 2024 (BPS, 2024).

Namun, dominasi tersebut menghadapi tantangan berat sepanjang periode 2021-2024. Kondisi ini berawal dari tahun 2021, di mana industri manufaktur baru saja memasuki fase pemulihan pasca- pandemi COVID-19 namun masih adanya rendahnya utilitas kapasitas produksi yang hanya mencapai 69,12% (BPS, 2021). Kerentanan ini kemudian diperparah oleh gejolak ekonomi makro global yang dipicu oleh inflasi pasca-pandemi dan eskalasi konflik geopolitik yang berdampak langsung pada pelemahan permintaan pasar internasional (Bank Indonesia, 2024). Hal ini terindikasi

dari perlambatan laju pertumbuhan industri manufaktur yang turun dari 4,89% pada tahun 2022 menjadi 4,64% pada tahun 2023 (BPS, 2024). Dinamika fluktuasi ini menuntut perusahaan untuk memiliki ketahanan finansial yang kuat untuk dapat menghadapi risiko ketidakpastian tersebut.

Fluktuasi makroekonomi tersebut memberikan tekanan paling signifikan terhadap sub-sektor industri manufaktur, khususnya Industri Tekstil dan Produk Tekstil (TPT). Data BPS (2021) menunjukkan bahwa industri pakaian jadi merupakan sub-sektor yang sangat sensitif terhadap biaya tenaga kerja, di mana rata-rata pengeluaran untuk tenaga kerja mencapai 10% dari total nilai output. Fenomena ini ditandai dengan kinerja industri yang semakin menurun hingga memicu gelombang Pemutusan Hubungan Kerja (PHK) massal. Berdasarkan data Asosiasi Pertekstilan Indonesia (API), tekanan likuiditas yang berkelanjutan telah menyebabkan puluhan pabrik berhenti beroperasi.

Ilustrasi empiris paling nyata dari kondisi tersebut adalah kasus kepailitan PT Sri Rejeki Isman Tbk (Sritex). Setelah kasusnya ditolak Mahkamah Agung pada Desember 2024, emiten ini akhirnya resmi menghentikan seluruh kegiatan operasionalnya secara permanen pada 1 Maret 2025. Keputusan pailit tersebut berdampak langsung pada pemutusan hubungan kerja terhadap 10.965 karyawan di Sritex Grup akibat perusahaan tidak lagi memiliki kemampuan finansial untuk melanjutkan produksi (Harmen *et al.*, 2025). Selain Sritex, penutupan operasional juga menimpa perusahaan besar lainnya yang kesulitan menahan beban biaya

operasional di tengah penurunan ekspor. Rentetan masalah finansial Sritex sebenarnya telah mulai tereskalasi sejak munculnya gugatan penundaan kewajiban pembayaran utang (PKPU) pada tahun 2021, yang menjadi indikasi awal adanya peningkatan risiko financial distress yang sistemik pada sektor TPT, sehingga diperlukan upaya deteksi dini terhadap kondisi keuangan Perusahaan.

Di tengah tekanan global, upaya pemerintah untuk melindungi pasar domestik melalui regulasi perdagangan dinilai belum efektif dalam menyelamatkan industri TPT. Pemerintah sempat menerbitkan Peraturan Menteri Perdagangan (Permendag) Nomor 36 Tahun 2023 untuk memperketat arus barang impor. Namun, kebijakan tersebut kemudian direvisi menjadi Permendag Nomor 8 Tahun 2024 yang justru melonggarkan perizinan impor (relaksasi). Inkonsistensi regulasi ini menghasilkan kritik dari pelaku industri karena dianggap membuka kembali keran impor pakaian jadi secara masif yang memukul daya saing produk lokal (Purwanto, 2024).

Selain masalah regulasi legal, pasar domestik juga masih digempur oleh peredaran pakaian bekas impor (*thrifting*) ilegal yang terus menggerus pangsa pasar produsen lokal. Kondisi ketidakpastian regulasi dan persaingan tidak sehat ini menegaskan bahwa perusahaan tekstil tidak dapat hanya bergantung pada proteksi eksternal, melainkan harus memiliki ketahanan likuiditas internal yang terukur untuk menghindari risiko kebangkrutan.

Dengan tingginya risiko ketidakpastian eksternal tersebut, perusahaan perlu melakukan deteksi dini terhadap kondisi kesehatan keuangannya. Penurunan kinerja keuangan yang terjadi terus-menerus dan tidak segera ditangani akan membawa perusahaan pada tahap *financial distress*, yaitu tahap penurunan kondisi keuangan yang terjadi sebelum terjadinya kebangkrutan atau likuidasi (Platt & Platt, 2002, dalam Asih *et al.*, 2022). Analisis *financial distress* ini menjadi krusial agar manajemen dapat mengambil tindakan perbaikan yang tepat sebelum kondisi memburuk menjadi insolvensi.

Untuk mendeteksi potensi kondisi tersebut, metode prediksi yang memiliki tingkat akurasi tinggi dan banyak digunakan secara global adalah *Altman Z-Score*. Metode ini dikembangkan oleh Altman (1968) dengan menggunakan teknik statistik *Multiple Discriminant Analysis* (MDA) yang mengombinasikan berbagai rasio keuangan seperti, likuiditas, profitabilitas, dan solvabilitas yang menjadi satu skor indeks yang mampu memprediksi probabilitas kebangkrutan perusahaan manufaktur secara komprehensif.

Urgensi deteksi dini *financial distress* ini memiliki implikasi krusial terhadap kepentingan investor, khususnya terkait ekspektasi pengembalian investasi melalui dividen. Fenomena ini dapat dijelaskan melalui perspektif *Signaling Theory*. Jogiyanto (2013, dalam Rasudu, 2025) menekankan bahwa informasi keuangan yang disampaikan perusahaan akan diinterpretasikan pasar sebagai sinyal kualitas perusahaan. Dalam konteks ini, pembagian dividen merupakan sinyal positif yang menunjukkan bahwa

perusahaan memiliki fundamental sehat dan arus kas yang kuat. Sebaliknya, perusahaan yang terindikasi mengalami tekanan finansial (*financial distress*) akan mengirimkan sinyal negatif dengan cenderung menahan laba atau bahkan menghentikan pembayaran dividen sepenuhnya demi menyelamatkan likuiditas operasional agar terhindar dari kebangkrutan.

Dengan Melihat rapuhnya kondisi industri TPT saat ini, investor memerlukan alat ukur yang valid seperti Altman Z-Score untuk membedakan emiten mana yang masih layak dipertahankan karena mampu memberikan dividen, dan mana yang telah menunjukkan indikasi awal risiko insolvensi. Rentang waktu 2021-2024 menjadi periode yang efektif untuk diteliti karena mencakup fase transisi dari upaya penguatan modal kerja pasca-pandemi hingga ancaman krisis geopolitik global.

Fenomena kesulitan keuangan di sektor tekstil ini terkonfirmasi melalui data awal pada beberapa perusahaan sub-sektor tekstil dan garmen yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Penurunan permintaan ekspor dan beban operasional yang tinggi berdampak langsung pada kemampuan profitabilitas perusahaan.

Tabel 1.1 berikut menyajikan ringkasan kinerja laba bersih dan kebijakan dividen pada lima perusahaan sampel utama selama periode gejolak 2021-2024:

Tabel 1. 1 Rekapitulasi Laba Bersih dan Kebijakan Dividen

No	Nama Perusahaan	Data	2021	2022	2023	2024
1	SRIL (Sri Rejeki Isman Tbk)	Laba Bersih (USD)	(1.074.402.760)	(395.563.161)	(174.840.395)	-
		Dividen	0	0	0	-
2	INDR (Indo-Rama Synthetics)	Laba Bersih (USD)	84.569.922,00	42.537.982	(40.806.535)	(18.799.824,00)
		Dividen	0	41.462.124	10.451.511	0
3	PBRX (Pan Brothers Tbk)	Laba Bersih (USD)	16.140.587	3.683.107	(1.216.507)	-
		Dividen	0	0	0	-
4	ARGO (Argo Pantes Tbk)	Laba Bersih (Rp)	(32 Miliar)*	(97 Miliar)*	(35 Miliar)*	(8 Miliar)*
		Dividen	0	0	0	0
5	POLY (Asia Pacific Fibers Tbk)	Laba Bersih (USD)	3.424.161	12.313.779	(11.213.407)	(48.500.634)
		Dividen	0	0	0	0

(Sumber: Laporan Keuangan Tahunan BEI, 2021-2024. Keterangan: Angka dalam kurung menunjukkan nilai negatif/rugi atau arus kas keluar untuk dividen. Angka ARGO dibulatkan dalam miliaran rupiah untuk penyederhanaan tampilan)

Berdasarkan Tabel 1.1, terlihat dampak nyata fluktuasi ekonomi makro terhadap kondisi keuangan perusahaan yang sudah mulai terasa sejak masa pemulihan pasca-pandemi. Emiten seperti SRIL dan ARGO menunjukkan kondisi keuangan yang sangat rentan dengan mencatatkan

kerugian beruntun dari tahun 2021 hingga 2024, yang menyebabkan perusahaan tidak mampu membagikan dividen (Rp0). Kondisi serupa juga dialami oleh PBRX dan POLY yang sempat menunjukkan sedikit perbaikan pada tahun 2022, namun kembali mengalami kerugian pada periode 2023-2024 seiring dengan penurunan permintaan ekspor.

Di sisi lain, INDR menunjukkan kondisi yang berbeda, meskipun mencatatkan kerugian pada tahun 2023, perusahaan tetap berupaya memberikan sinyal positif kepada pasar dengan tetap membagikan dividen, walaupun nilainya turun drastis dari USD 41,5 juta pada tahun 2021 menjadi hanya USD 10,4 juta pada tahun 2023, dan terus menunjukkan tren penurunan hingga tahun 2024. Fenomena hilangnya dividen serta penurunan nilai pembagian laba pada mayoritas sampel ini mengindikasikan bahwa kondisi *financial distress* yang berlangsung selama empat tahun terakhir telah memaksa manajemen melakukan penghematan kas secara ekstrem untuk menjaga kelangsungan operasional perusahaan.

Berdasarkan fenomena tersebut, pembuktian empiris melalui penelitian terdahulu menjadi hal yang sangat penting. Meskipun isu *financial distress* di sektor tekstil telah banyak dikaji, masih terdapat kesenjangan empiris (*empirical gap*) yang perlu diteliti lebih lanjut, terutama terkait dampaknya terhadap keputusan krusial manajemen.

Penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Fadilla et al. (2025) mengkaji kondisi *financial distress* pada 40 perusahaan tekstil dan garmen.

Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa mayoritas sampel (24 perusahaan) berada dalam kondisi *distress* yang dipicu oleh kombinasi faktor internal seperti manajemen dan struktur keuangan yang buruk, serta faktor eksternal seperti kebijakan pemerintah dan ketidakstabilan pasar. Meskipun berhasil memetakan status kesehatan perusahaan secara komprehensif, penelitian ini memiliki celah karena hanya berhenti pada tahap identifikasi penyebab kebangkrutan, tanpa menguji lebih lanjut konsekuensi dari kondisi tersebut terhadap kebijakan strategis perusahaan seperti pembagian dividen.

Sejalan dengan hal tersebut, Rya et al. (2025) juga meneliti emiten tekstil dan garmen periode 2019–2024 dan menemukan bahwa sebagian besar sampel berada pada kondisi *distress* dan zona abu-abu. Namun, fokus utama studi ini bertumpu pada komparasi metodologi, yaitu membandingkan tingkat akurasi prediksi antara model Altman yang dinilai lebih konservatif dengan model Zavgren. Kesenjangan dengan penelitian ini terletak pada orientasi tujuannya; di mana Rya et al. (2025) berfokus pada pengujian keandalan alat ukur prediksi kebangkrutan, sementara penelitian ini menggunakan alat ukur tersebut untuk mengevaluasi respons kebijakan manajemen.

Selanjutnya, studi yang dilakukan oleh Permata dan Bidhari (2025) mendeteksi potensi kebangkrutan menggunakan proksi Altman Z-Score. Hasil penelitiannya menunjukkan setengah dari sampel (6 dari 12 perusahaan) diprediksi bangkrut akibat tingginya utang, penurunan laba,

dan kegagalan adaptasi digital. Perbedaan mendasar dengan penelitian ini adalah arah implikasi dari temuan tersebut. Jika penelitian Permata dan Bidhari (2025) menekankan pada deteksi dini rasio keuangan untuk mengukur kesehatan perusahaan, penelitian ini secara spesifik menarik garis kausalitasnya terhadap keputusan internal distribusi laba (dividen).

Sementara itu, literatur empiris yang secara langsung menghubungkan *financial distress* dengan kebijakan dividen telah diuji oleh Rawal dan Gopalkrishnan (2024). Temuannya membuktikan adanya pengaruh positif dan signifikan secara linear, di mana dampak ini sangat bergantung pada struktur permodalan masing-masing entitas. Akan tetapi, studi ini menjadikan sektor perbankan di India sebagai objek penelitian. Sektor perbankan memiliki struktur regulasi, likuiditas, dan permodalan yang sangat berbeda dengan industri manufaktur padat karya. Oleh karena itu, generalisasi hasil dari sektor perbankan luar negeri tersebut menciptakan celah empiris karena belum tentu relevan apabila direplikasikan pada krisis industri tekstil di Indonesia.

Ketidakpastian ekonomi yang memberikan dampak besar terhadap industri tekstil hingga menyebabkan gelombang PHK massal dan penurunan laba drastis secara terus-menerus menuntut perhatian serius, terutama setelah kasus kepailitan Sritex. Di sisi lain, literatur terdahulu masih menunjukkan perdebatan dan celah empiris karena belum banyak yang menguji secara spesifik bagaimana ancaman kebangkrutan tersebut berdampak langsung pada keputusan pembagian dividen di sektor padat

karya Indonesia. Ketiadaan kepastian ini sangat berisiko bagi investor yang membutuhkan sinyal akurat mengenai pengembalian investasinya. Berdasarkan *fenomena gap* dan *research gap* tersebut, penulis akan melakukan penelitian dengan judul: 'Analisis Potensi *Financial Distress* dengan Metode *Altman Z-Score* dan Dampaknya Terhadap Kebijakan Dividen (Studi Kasus pada Perusahaan Tekstil dan Garmen yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2021-2024)'.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan, maka rumusan masalah dalam penelitian ini adalah:

1. Bagaimana potensi *financial distress* pada perusahaan tekstil dan garmen yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2021–2024 berdasarkan metode Altman Z-Score?
2. Bagaimana gambaran kebijakan dividen pada perusahaan tekstil dan garmen yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2021–2024?
3. Apakah potensi *financial distress* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan tekstil dan garmen yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2021–2024?

1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah:

1. Untuk menganalisis potensi *financial distress* pada perusahaan tekstil dan garmen yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2021–2024 dengan menggunakan metode Altman Z-Score.
2. Untuk menganalisis gambaran kebijakan dividen pada perusahaan tekstil dan garmen yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2021–2024.
3. Untuk menganalisis pengaruh potensi *financial distress* terhadap kebijakan dividen pada perusahaan tekstil dan garmen yang terdaftar di BEI periode 2021–2024.

1.4 Kegunaan Penelitian

1.4.1 Kegunaan Teoritis

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi terhadap pengembangan ilmu pengetahuan, khususnya dalam bidang manajemen keuangan dan analisis keuangan perusahaan. Hasil penelitian ini dapat memperkaya literatur mengenai penerapan metode *Altman Z-Score* dalam memprediksi potensi *financial distress* serta memberikan pemahaman yang lebih mendalam mengenai hubungan antara kondisi *financial distress* dan kebijakan

dividen. Selain itu, penelitian ini dapat menjadi referensi bagi akademisi dalam melakukan penelitian lanjutan terkait topik serupa di masa mendatang.

1.4.2 Kegunaan Praktis

Secara praktis, hasil penelitian ini dapat dimanfaatkan oleh manajemen perusahaan tekstil dan garmen sebagai alat bantu dalam pengambilan keputusan strategis, khususnya terkait pengelolaan risiko keuangan dan perumusan kebijakan dividen yang tepat. Bagi investor, penelitian ini dapat menjadi acuan dalam menilai kondisi keuangan perusahaan serta membantu pengambilan keputusan investasi yang lebih rasional. Selain itu, penelitian ini juga dapat menjadi sumber informasi bagi analis keuangan dalam melakukan evaluasi terhadap kinerja perusahaan di sektor tekstil dan garmen.

1.4.3 Kegunaan Kebijakan

Dari sisi kebijakan, penelitian ini diharapkan dapat memberikan masukan bagi regulator dan otoritas pasar modal dalam merumuskan kebijakan yang mendukung stabilitas sektor industri, khususnya dalam mendorong transparansi laporan keuangan dan penerapan analisis prediktif terhadap risiko *financial distress*. Temuan penelitian ini juga dapat dijadikan pertimbangan dalam penyusunan kebijakan terkait perlindungan investor.

1.5 Sistematika Penulisan

Untuk memberikan gambaran yang jelas mengenai penyusunan proposal penelitian ini, penulis menyusun sistematika penulisan yang terdiri dari tiga bab sebagai berikut:

BAB I PENDAHULUAN. Bab ini menguraikan latar belakang masalah, rumusan masalah, tujuan penelitian, kegunaan penelitian, serta sistematika penulisan yang digunakan dalam proposal ini.

BAB II TINJAUAN PUSTAKA. Bab ini memuat teori-teori yang relevan, konsep *financial distress*, *Altman Z- Score*, dan kebijakan dividen, serta tinjauan hasil penelitian terdahulu yang menjadi rujukan.

BAB III KERANGKA KONSEPTUAL & HIPOTESIS. Bab ini membahas kerangka pemikiran yang menggambarkan hubungan logis antar variabel penelitian serta perumusan hipotesis yang akan diuji.

BAB IV METODE PENELITIAN. Bab ini menyajikan metode yang digunakan dalam penelitian, meliputi jenis penelitian, populasi dan sampel, sumber dan teknik pengumpulan data, definisi operasional variabel dan pengukurannya serta teknik analisis data yang sesuai dengan kriteria.

BAB V HASIL DAN PEMBAHASAN PENELITIAN. Bab ini menguraikan hasil penelitian berdasarkan data yang telah dikumpulkan dan diolah menggunakan analisis regresi data panel. Pembahasan dimulai dengan deskripsi objek penelitian dan analisis statistik deskriptif untuk

memberikan gambaran umum pergerakan variabel Altman Z-Score dan Dividend Payout Ratio (DPR). Selanjutnya, bab ini menyajikan hasil uji asumsi klasik, pemilihan model regresi terbaik, serta pengujian hipotesis melalui uji t, uji F dan koefisien determinasi. Bagian akhir bab ini berisi pembahasan mendalam mengenai temuan penelitian dan keterkaitannya dengan teori serta penelitian terdahulu.

BAB VI PENUTUP. Bab ini merupakan bagian akhir dari penulisan skripsi yang menyajikan kesimpulan dari hasil analisis data dan pembahasan yang telah dilakukan untuk menjawab rumusan masalah, menguraikan implikasi penelitian, keterbatasan penelitian serta saran penelitian.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Tinjauan Teoritis dan Konsep

2.1.1 Teori Sinyal (*Signaling Theory*)

Landasan teoretis utama yang mendasari penelitian ini adalah Teori Sinyal (*Signaling Theory*). Teori ini menjelaskan bagaimana seharusnya perusahaan memberikan sinyal kepada pengguna laporan keuangan guna mengurangi asimetri informasi. Sebagaimana dijelaskan oleh Jogiyanto (2013, dalam Rasudu, 2025), informasi yang disampaikan perusahaan seperti, misalnya mengenai rencana investasi atau perubahan struktur pendanaan akan diinterpretasikan oleh pelaku pasar sebagai sinyal tertentu. Jika informasi tersebut dianggap sebagai sinyal positif, investor akan memberikan respons melalui meningkatnya minat terhadap saham perusahaan tersebut yang berdampak pada kenaikan nilai pasar. Sebaliknya, bila informasi tersebut dipersepsikan negatif, maka nilai pasar perusahaan dapat menurun sebagai akibat dari berkurangnya kepercayaan investor.

Oleh karena itu, keterbukaan informasi dan kualitas sinyal yang disampaikan manajemen menjadi krusial dalam membentuk persepsi pasar. Dalam konteks penelitian ini, kebijakan dividen dipandang sebagai sinyal vital. Pembagian dividen yang stabil merupakan sinyal positif bahwa perusahaan memiliki fundamental yang kuat. Sebaliknya, kondisi *financial distress* memaksa perusahaan mengirimkan sinyal negatif berupa penghentian atau penurunan dividen, yang mengindikasikan adanya masalah likuiditas serius di dalam perusahaan.

2.1.2 Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Teori pendukung dalam penelitian ini adalah Teori Keagenan (*Agency Theory*). Teori ini menjelaskan hubungan kontraktual dan konflik kepentingan yang terjadi antara pemilik perusahaan (*principal*) dan manajemen (*agent*). Menurut Brigham dan Houston (2006, dalam Richmayati & Sandra, 2022), para manajer diberi keleluasaan oleh pemilik perusahaan (pemegang saham) untuk membuat keputusan strategis. Agen yang terdiri dari tenaga-tenaga profesional diberi kebebasan untuk menjalankan manajemen operasional, sementara pemilik perusahaan bertugas mengawasi dan memonitor jalannya perusahaan yang dikelola oleh agen tersebut. Teori ini menekankan pentingnya pendelegasian pengelolaan kepada tenaga ahli yang lebih mengerti operasional perusahaan.

Namun, pendelegasian ini seringkali memicu konflik keagenan, terutama ketika perusahaan berada dalam kondisi *financial distress*. Manajemen yang menghadapi ancaman kebangkrutan cenderung mengambil keputusan untuk menahan laba (tidak membagikan dividen) demi menjaga ketersediaan kas operasional dan mengamankan posisi mereka di perusahaan. Keputusan ini sering kali bertentangan dengan keinginan pemegang saham yang mengharapkan pengembalian investasi berupa dividen. Oleh karena itu, *financial distress* memperburuk konflik keagenan yang berdampak langsung pada kebijakan dividen perusahaan.

2.1.3 *Financial Distress*

Financial distress atau kesulitan keuangan merupakan suatu kondisi penurunan kinerja keuangan yang terjadi sebelum sebuah perusahaan mengalami kebangkrutan atau likuidasi (Platt & Platt, 2002, dalam Asih *et al.*, 2022). Kondisi ini mencakup periode awal penurunan kinerja hingga mencapai titik terendah. Apabila perusahaan mampu memperbaiki kinerjanya pada fase ini, maka perusahaan akan masuk pada tahap pemulihan. Namun sebaliknya, jika kinerja terus memburuk, perusahaan akan masuk pada tahap *financial distress* yang lebih berat seperti kebangkrutan maupun likuidasi (Asih *et al.*, 2022).

Analisis terhadap *financial distress* menjadi sangat krusial karena dengan mengetahui adanya indikasi tersebut, perusahaan dapat segera

melakukan tindakan perbaikan, seperti restrukturisasi hutang, penjualan aset, reorganisasi, maupun merger (Platt & Platt, 2002, dalam Asih *et al.*, 2022).

Selain bagi manajemen, kondisi ini juga berkaitan erat dengan kepercayaan pihak eksternal. Menurut Ross (1977, dalam Asih *et al.*, 2022), laporan keuangan perusahaan yang mengalami *financial distress* akan memberikan sinyal negatif berupa penurunan kondisi keuangan. Sinyal tersebut akan mengurangi kepercayaan investor yang menganggap perusahaan akan kesulitan membagikan dividen, serta menurunkan kepercayaan kreditor yang meragukan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya.

2.1.3.1 Metode Altman Z- Score (1968)

Salah satu alat prediksi kebangkrutan yang paling umum digunakan adalah model *Altman Z-Score* yang diperkenalkan oleh Edward Altman pada tahun 1968. Model ini dirancang khusus untuk perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek (*go public*). Altman menggunakan teknik *Multiple Discriminant Analysis* (MDA) dengan mengombinasikan lima rasio keuangan utama yang memiliki kemampuan prediktif paling kuat terhadap potensi kebangkrutan.

Adapun formulasi model *Altman Z-Score* (1968) adalah sebagai berikut:

$$Z = 1,2X_1 + 1,4X_2 + 3,3X_3 + 0,6X_4 + 1,0X_5$$

Keterangan variabel:

1. *Working Capital to Total Assets*

Rasio ini mengukur likuiditas aset perusahaan dengan membandingkan modal kerja bersih (aset lancar dikurangi utang lancar) terhadap total aset. Rasio ini menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya dari aset produktif.

2. *Retained Earnings to Total Assets*

Rasio ini mengukur akumulasi profitabilitas perusahaan seiring waktu. Laba ditahan (*retained earnings*) menunjukkan berapa banyak pendapatan yang diinvestasikan kembali ke dalam perusahaan dan tidak dibagikan sebagai dividen. Perusahaan yang lebih tua dan mapan biasanya memiliki rasio yang lebih tinggi dibanding perusahaan baru.

3. *Earnings Before Interest and Tax (EBIT) to Total Assets*

Rasio ini mengukur produktivitas aset perusahaan dalam menghasilkan laba operasional, terlepas dari faktor

pajak dan utang (*leverage*). Rasio ini sering dianggap sebagai indikator paling vital dalam memprediksi kesehatan perusahaan.

4. *Market Value of Equity to Book Value of Total Debt*

Rasio ini menunjukkan dimensi pasar, di mana nilai pasar ekuitas (jumlah saham beredar dikali harga saham penutupan) dibandingkan dengan total kewajiban (utang lancar dan jangka panjang). Rasio ini mengukur seberapa banyak nilai aset perusahaan dapat turun sebelum kewajiban melebihi aset dan perusahaan menjadi insolven.

5. *Sales to Total Assets*

Rasio ini (sering disebut *Total Asset Turnover*) mengukur kemampuan manajemen dalam menggunakan aset untuk menghasilkan penjualan. Rasio ini menggambarkan efisiensi operasional dan daya saing perusahaan dalam pasar.

2.1.3.2 Kriteria Metode Altman Z- Score

Berdasarkan model original ini, Altman menetapkan standar titik potong (*cut-off point*) untuk mengklasifikasikan kondisi kesehatan keuangan perusahaan manufaktur *go public* sebagai berikut:

1. **Zona Aman (*Safe Zone*):** Jika nilai $Z > 2,99$.
Perusahaan diklasifikasikan dalam kondisi sehat dan memiliki risiko kebangkrutan yang rendah.
2. **Zona Abu-abu (*Grey Area*):** Jika nilai $1,81 < Z < 2,99$.
Perusahaan berada dalam kondisi rawan atau ambigu. Manajemen perlu berhati-hati karena perusahaan memiliki potensi mengalami kesulitan keuangan jika kinerja menurun.
3. **Zona Bahaya (*Distress Zone*):** Jika nilai $Z < 1,81$.
Perusahaan diklasifikasikan mengalami financial distress serius dan memiliki probabilitas tinggi untuk mengalami kebangkrutan.

2.1.4 Kebijakan Dividen

Dividen didefinisikan sebagai pembagian laba yang dilakukan oleh perusahaan kepada para pemegang saham sebagai bentuk imbal hasil atas investasi yang telah mereka tanamkan. Menurut Azis (2019, dalam Nuraini, 2025), pembagian ini biasanya dilakukan ketika perusahaan memiliki laba bersih yang memadai setelah memenuhi seluruh kewajiban operasional dan fiskal.

Sementara itu, kebijakan dividen adalah keputusan keuangan yang dilakukan perusahaan untuk menentukan proporsi laba bersih yang akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen dan proporsi yang akan ditahan sebagai laba ditahan (*retained earnings*).

Menurut Dewi (2021, dalam Nuraini, 2025), penentuan ini harus menyeimbangkan kepentingan investor yang menginginkan imbal hasil tunai dengan kebutuhan perusahaan akan dana internal untuk reinvestasi, ekspansi, dan inovasi teknologi guna menjaga daya saing jangka panjang.

Dalam penelitian ini, kebijakan dividen diukur menggunakan rasio pembayaran dividen atau *Dividend Payout Ratio* (DPR). DPR mengukur seberapa besar persentase laba bersih setelah pajak yang dibayarkan sebagai dividen kepada pemegang saham. Semakin tinggi rasio ini, semakin besar bagian keuntungan yang diberikan kepada investor, dan semakin kecil dana yang ditahan perusahaan. Rumus matematis untuk menghitung DPR adalah sebagai berikut:

$$DPR = \frac{\text{Dividen per Lembar Saham (DPS)}}{\text{Laba per Lembar Saham (EPS)}}$$

Keterangan:

- **DPS (*Dividend Per Share*):** Total dividen tunai dibagi jumlah lembar saham beredar.
- **EPS (*Earnings Per Share*):** Laba bersih setelah pajak dibagi jumlah lembar saham beredar.

2.1.4.1 *Bird in the Hand Theory*

Teori ini menyatakan bahwa investor lebih menghargai kepastian dividen tunai saat ini dibandingkan potensi keuntungan modal (*capital gain*) di masa depan yang bersifat tidak pasti. Istilah ini merujuk pada pepatah "satu burung di tangan lebih berharga daripada seribu burung di udara".

Menurut Rahmadani dan Jefriyanto (2021, dalam Nuraini, 2025), investor menilai dividen tunai sebagai bentuk jaminan imbal hasil yang lebih aman dan realistis dibandingkan menunggu keuntungan modal yang spekulatif. Oleh karena itu, perusahaan yang konsisten membayar dividen dianggap memiliki risiko yang lebih rendah dan cenderung mendapatkan apresiasi nilai yang lebih baik di mata pasar dibandingkan perusahaan yang menahan labanya.

2.1.5 Hubungan Antara Financial Distress dan Kebijakan

Dividen

Hubungan antara kondisi financial distress dan kebijakan dividen dapat dijelaskan secara komprehensif melalui perspektif *Signaling Theory* dan kondisi likuiditas perusahaan. Sebagaimana dijelaskan dalam teori sinyal, dividen merupakan mekanisme utama bagi manajemen untuk menginformasikan prospek masa depan dan kualitas fundamental perusahaan kepada investor guna mengurangi asimetri informasi (Ainun, 2020, dalam Nuraini, 2025).

Perusahaan yang berada dalam kondisi sehat (*non-distress*) cenderung konsisten membagikan dividen sebagai sinyal positif (*good news*) yang menunjukkan stabilitas arus kas. Sebaliknya, menurut Ross (1977, dalam Asih *et al.*, 2022), ketika perusahaan terindikasi mengalami *financial distress*, laporan keuangan akan memberikan sinyal negatif berupa penurunan kondisi keuangan. Hal ini menyebabkan investor menilai bahwa perusahaan tersebut akan kesulitan dalam membagikan dividen karena fokus manajemen beralih pada pemenuhan kewajiban kepada kreditor.

Kondisi kesulitan keuangan ini memaksa perusahaan untuk melakukan efisiensi kas ekstrem. Laba atau kas yang tersedia akan diprioritaskan untuk menyelamatkan perusahaan dari kebangkrutan daripada dibagikan kepada pemegang saham. Akibatnya, perusahaan cenderung melakukan pengurangan atau bahkan penghapusan dividen (*dividend omission*). Darmawan (2018, dalam Nuraini, 2025) menegaskan bahwa pasar bereaksi negatif terhadap pengumuman penurunan dividen karena hal tersebut diinterpretasikan sebagai sinyal adanya masalah serius dalam kinerja keuangan perusahaan.

Dengan demikian, terdapat hubungan positif antara potensi *financial distress* dan kebijakan dividen. Semakin tinggi potensi kebangkrutan yang dideteksi melalui model Altman Z-Score, semakin rendah kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Sebagaimana dikemukakan oleh Hakim (2024), perusahaan yang

masuk dalam kategori *distress* ($Z < 1,81$) perlu melakukan pembenahan keuangan segera, yang secara logis menuntut penahanan laba secara penuh dan meniadakan pembagian dividen.

2.2 Tinjauan Empirik

Terdapat beberapa penelitian terdahulu yang digunakan sebagai rujukan penelitian, tabel berikut merupakan ringkasan dari beberapa penelitian terdahulu:

Tabel 2. 1 Penelitian Terdahulu

No.	Nama Peneliti	Judul Penelitian	Hasil Penelitian
1	Fadilla, N., Wibowo, A., & Soegiastuti, J. (2025)	Financial distress dikaji berdasarkan rasio keuangan pada perusahaan sektor tekstil dan garmen yang terdaftar di BEI tahun 2022–2023.	Hasil penelitian menunjukkan bahwa dari 40 perusahaan tekstil dan garmen yang diamati, sebanyak 24 perusahaan berada dalam kondisi financial distress dan 16 perusahaan tidak mengalami distress. Financial distress dipengaruhi oleh faktor internal seperti manajemen dan struktur keuangan yang buruk serta kerugian

No.	Nama Peneliti	Judul Penelitian	Hasil Penelitian
			perusahaan secara berulang, serta faktor eksternal berupa kebijakan pemerintah, pandemi Covid-19, dan ketidakstabilan permintaan pasar dan bahan baku.
2	Rya, M., Lambe, K. H. P., & Baharuddin (2025)	Financial distress analysis of IDX textile companies 2019-2024: Zavgren and Altman.	Hasil penelitian menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan tekstil dan garmen yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2019–2024 berada pada kondisi financial distress dan zona abu-abu berdasarkan model Altman dan Zavgren. Terdapat perbedaan hasil prediksi antara kedua model, di mana model Altman cenderung lebih konservatif dalam memprediksi kebangkrutan, sedangkan model

No.	Nama Peneliti	Judul Penelitian	Hasil Penelitian
			Zavgren memberikan proporsi perusahaan sehat yang lebih besar dan memiliki tingkat akurasi yang lebih tinggi. Temuan ini menunjukkan bahwa penggunaan lebih dari satu model diperlukan untuk memperoleh gambaran kondisi keuangan perusahaan yang lebih komprehensif.
3	Riantani, S., Delvia, S., & Sodik, G. (2020)	Model Prediksi Financial Distress: Pengaruhnya terhadap Kinerja Saham Industri Tekstil dan Garmen di Indonesia.	Penelitian menunjukkan bahwa hanya rasio market value of equity to book value of debt dalam model Altman Z-Score yang berpengaruh signifikan terhadap return saham perusahaan tekstil dan garmen. Temuan ini mengindikasikan bahwa investor lebih memperhatikan nilai pasar perusahaan dibandingkan rasio

No.	Nama Peneliti	Judul Penelitian	Hasil Penelitian
			keuangan lainnya dalam mengambil keputusan investasi.
4	Zhafirah, A., & Majidah. (2019)	Analisis Determinan Financial Distress (Studi Empiris Pada Perusahaan Subsektor Tekstil dan Garmen Periode 2013-2017).	Hasil penelitian menunjukkan bahwa likuiditas berpengaruh negatif signifikan terhadap financial distress, sedangkan dewan direksi berpengaruh positif signifikan. Penelitian ini memberikan gambaran empiris mengenai faktor-faktor yang memengaruhi kondisi financial distress pada sektor tekstil dan garmen, namun belum mengaitkan kondisi tersebut dengan kebijakan dividen.
5	El Rasyid, R. F., & Darsono, D. (2022)	Pengaruh Kinerja Keuangan Dan Financial Distress Terhadap Kebijakan Dividen	Penelitian ini menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap kebijakan

No.	Nama Peneliti	Judul Penelitian	Hasil Penelitian
		Dalam Masa Pandemi Covid-19.	dividen, sedangkan financial distress, likuiditas, leverage, dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen selama masa pandemi Covid-19. Penelitian ini juga mencatat adanya keterbatasan berupa banyaknya data outlier dan periode observasi yang relatif singkat, yang berpotensi melemahkan kemampuan prediktif Altman Z-Score.
6	Rawal, A., & Gopalkrishnan, S. (2024)	Impact of financial distress on the dividend policy of banks in India: evidence using panel data	Penelitian ini menemukan bahwa financial distress memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen bank di India secara linear. Sementara itu, hubungan non-linear antara financial distress dan dividen bersifat

No.	Nama Peneliti	Judul Penelitian	Hasil Penelitian
			positif namun tidak signifikan. Selain itu, rasio debt to equity terbukti memperlemah hubungan antara financial distress dan kebijakan dividen. Hasil ini menunjukkan bahwa pengaruh financial distress terhadap kebijakan dividen dapat berbeda tergantung pada struktur permodalan dan konteks industri.
7	Permata, D. P., & Bidhari, S. C. (2025)	Perbandingan Efektivitas Model Altman Z-Score dan Zmijewski X-Score dalam Memprediksi Financial Distress dan Dampaknya Terhadap Return Saham	Penelitian ini menunjukkan bahwa berdasarkan model Altman Z-Score, dari 12 perusahaan yang diteliti terdapat 6 perusahaan yang diprediksi bangkrut, 2 perusahaan berada pada zona abu-abu, dan 4 perusahaan dikategorikan sehat. Kondisi kebangkrutan umumnya dipicu oleh

No.	Nama Peneliti	Judul Penelitian	Hasil Penelitian
			tingginya tingkat utang, penurunan laba, serta ketidakmampuan perusahaan beradaptasi dengan transformasi digital. Hasil ini menegaskan pentingnya analisis rasio keuangan dalam mendeteksi potensi financial distress secara dini.
8	Antika, D. P., Fatekurohman, M., & Anggraeni, D. (2018)	Analisis Hubungan Antara Financial Distress dan Keputusan Kebijakan Dividen Omisi Perusahaan Manufaktur	Penelitian ini menunjukkan bahwa keputusan dividen omisi merupakan indikator awal financial distress. Berdasarkan model Cox extended dengan fungsi Heaviside, profitabilitas (ROA) berpengaruh signifikan terhadap durasi terjadinya dividen omisi. Perusahaan dengan tingkat profitabilitas di atas 5,98% memiliki risiko mengalami dividen omisi yang lebih rendah

No.	Nama Peneliti	Judul Penelitian	Hasil Penelitian
			dibandingkan perusahaan dengan profitabilitas rendah.

Berdasarkan delapan penelitian terdahulu tersebut, dapat disimpulkan bahwa *financial distress* merupakan isu penting yang telah banyak dikaji, baik dari sisi prediksi maupun dampaknya terhadap kinerja perusahaan. Namun, hasil penelitian belum menunjukkan adanya perbedaan temuan mengenai pengaruh *financial distress* terhadap kebijakan dividen, khususnya pada sektor tekstil dan garmen di Indonesia. Oleh karena itu, penelitian ini dilakukan untuk memberikan bukti empiris terbaru mengenai pengaruh potensi *financial distress* terhadap kebijakan dividen perusahaan tekstil dan garmen yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2021–2024.