JURNAL ILMIAH EKONOMI DAN MANAJEMEN INDONESIA
https://indojurnal.com/index.php/jiemi
eISSN 3124-2197 & pISSN 3124-2227
Vol. 2, No. 2, Tahun 2026
doi.org/10.63822/vvmj8953
Hal. 5581-5602

Analisis *Financial Distress* dengan Metode *Zmijewski Score* pada Perusahaan *Startup* di Bursa Efek Indonesia (BEI) Tahun 2021 – 2023

La Ode Anto[1], Ika Maya Sari[2], Windyana Azzahra Putri Rachmat[3]
Universitas Halu Oleo, Indoensia[1,2,3]

*Email Korespodensi: windyanaazzahra97@gmail.com

Diterima: 16-11-2026 | Disetujui: 22-11-2026 | Diterbitkan: 24-11-2026

ABSTRACT

This study aims to identify and analyze financial distress using the Zmijewski Score method in startup companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) for the period 2021–2023. The data analysis method used in this research is descriptive quantitative analysis, while the data collection method involved documentation in the form of financial reports from 2021 to 2023. The sampling technique applied was purposive sampling, resulting in a sample of 20 companies out of a population of 47. The data used were secondary data obtained from the official websites of the Indonesia Stock Exchange and the respective companies. The results of this study indicate that 4 out of the 20 sampled startup companies experienced financial distress. Overall, the findings align with the concept of Signaling Theory.

Keywords*: Financial Distress; Zmijewski Score; Startup Company.*

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui dan menganalisis Financial Distress dengan Metode Zmijewski Score Pada Perusahaan Startup Di Bursa Efek Indonesia (BEI) Tahun 2021-2023. Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini yaitu analisis deskriptif kuantitatif, adapun metode pengumpulan data dengan menggunakan metode dokumentasi berupa laporan keuangan perusahaan tahun 2021-2023. Teknik pengambilan sampel menggunakan purposive sampling, sehingga diperoleh 20 perusahaan dari 47 populasi. Data yang digunakan menggunakan data sekunder yang diperoleh dari website Bursa Efek Indonesia serta website resmi perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa sebanyak 4 dari total 20 sampel Perusahaan startup mengalami kondisi financial distress dan secara keseluruhan telah sesuai dengan konsep Signalling Theory.

Kata kunci: *Financial Distress; Zmijewski Score*; Perusahaan Startup.

Bagaimana Cara Sitasi Artikel ini:
Anto, L. O., Sari, I. M., & Rachmat, W. A. P. . (2026). Analisis Financial Distress dengan Metode Zmijewski Score pada Perusahaan Startup di Bursa Efek Indonesia (BEI) Tahun 2021 – 2023. Jurnal Ilmiah Ekonomi Dan Manajemen Indonesia, 2(2), 5581-5602. https://doi.org/10.63822/vvmj8953

PENDAHULUAN

Digitalisasi di Indonesia membuka peluang besar bagi wirausahawan untuk mengembangkan bisnis berbasis teknologi. Startup digital menjadi pendorong utama transformasi ini, dengan pertumbuhan pesat di sektor fintech, e-commerce, kesehatan, pendidikan, transportasi, dan hiburan, didukung teknologi AI, IoT, dan blockchain (Giovani Kawengian, 2024). Namun, startup menghadapi tantangan besar, terutama risiko keuangan akibat modal terbatas dan ketidakpastian pasar. Lebih dari 90% startup gagal dalam lima tahun pertama (Rachma, 2024). Perencanaan keuangan yang baik membantu mengidentifikasi risiko likuiditas dan mengambil langkah mitigasi (Suhendra et al., 2023). Startup berperan penting dalam inovasi, penciptaan lapangan kerja, dan efisiensi bisnis (David Audretsch). Meski begitu, model bisnis yang belum matang membuat mereka rentan terhadap perubahan pasar, regulasi, dan tantangan operasional (Oliva et al., 2022).

Fenomena "tech winter" 2022 menandai penurunan signifikan sektor teknologi, memicu PHK massal dan kebangkrutan. Survei AFTECH 2022–2023 mencatat 84% perusahaan fintech melakukan PHK dan 76% menunda perekrutan. GoTo mem-PHK 1.300 karyawan akibat tantangan makro ekonomi global (CNBC Indonesia, 2022). Startup besar lain seperti Shopee, Xendit, Ruangguru, Zenius, dan JD.ID juga melakukan PHK atau menutup layanan (Rakhmayanti Dewi, 2022). Banyak startup gagal mengelola arus kas sehingga bangkrut (lbs.id, 2025).

Indonesia dikenal sebagai pusat unicorn Asia Tenggara, seperti Gojek, Tokopedia, dan Traveloka. Namun, tantangan tetap ada. Contohnya, Bukalapak akan menghentikan layanan marketplace pada Maret 2025 dan beralih ke penjualan pulsa dan token listrik (Hendrayati, 2025). Kesehatan finansial perusahaan dapat dianalisis dari laporan keuangan untuk mendeteksi potensi kebangkrutan lebih dini. Saputra et al. (2023) menekankan pentingnya analisis kebangkrutan sebagai peringatan dini untuk mengantisipasi kesulitan keuangan.

20 dari 47 perusahaan startup yang terdaftar di bursa efek indonesia menggambarkan kondisi keuangan yang tidak stabil.



Gambar 1 Fluktuasi Laba-Rugi
Sumber: www.idx.co.id (data diolah, 2025)

Gambaran ketidakstabilan laba perusahaan yang terdapat dalam gambar grafik diatas menunjukkan fluktuasi besar dalam kinerja keuangan dari tahun ke tahun. Banyak perusahaan mengalami kerugian laba yang drastis. Misalnya, GoTo Gojek Tokopedia Tbk mencatat kerugian besar pada tahun 2021 dan 2022, sementara laba terus menurun lebih jauh pada tahun 2023. Ini menunjukkan ketidakstabilan ekstrem dalam kinerja mereka. Selain itu, perusahaan lain di sektor ini seperti Quantum Clovera Investama Tbk dan Envy Technologies Indonesia Tbk telah menunjukkan kerugian yang konsisten sepanjang analisis yang menunjukkan bahwa mereka menghadapi masalah struktural dalam model bisnis mereka. Elang Mahkota Teknologi Tbk adalah contoh lain yang menunjukkan penyimpangan. Dalam kasus mereka, laba meroket pada tahun 2022 hanya untuk terbalik pada tahun 2023 dan mencatat kerugian signifikan sebagai gantinya. Tidak setiap perusahaan tampaknya mampu mempertahankan kinerja yang konsisten, misalnya, Multipolar Technology Tbk mampu melaporkan laba positif di semua tahun sementara perusahaan lain mengalami kerugian ekstrem. Jumlah anomali yang dihadapi perusahaan-perusahaan ini juga menunjukkan seberapa stabil wilayah mereka secara ekonomi. Faktor lain yang mempengaruhi kinerja keuangan di negara yang menjadi fokus termasuk lingkungan makro ekonomi, persaingan industri, dan pola belanja konsumen.

Kondisi laba perusahaan yang tidak stabil atau tidak sehat memiliki hubungan yang erat dengan risiko terjadinya *financial distress*. Laba yang fluktuatif mencerminkan ketidakmampuan perusahaan untuk menghasilkan pendapatan yang konsisten, sehingga berdampak langsung pada arus kas yang tidak stabil. Ketika arus kas negatif terjadi secara berulang, perusahaan akan kesulitan memenuhi kewajiban finansialnya, seperti membayar utang, bunga, atau biaya operasional harian. Hal ini dapat memicu ketidakmampuan untuk menjaga likuiditas yang memadai, yang pada akhirnya menempatkan perusahaan dalam situasi krisis keuangan. Selain itu, ketidakstabilan laba juga menurunkan kepercayaan investor dan kreditor, sehingga akses perusahaan terhadap pendanaan eksternal menjadi lebih sulit dan mahal. Jika kondisi ini tidak segera diatasi, perusahaan dapat mengalami penurunan kinerja yang signifikan, yang berujung pada *financial distress* yang lebih parah, bahkan hingga risiko kebangkrutan.

Financial distress, sebagaimana dijelaskan oleh (Brigham & Houston, 2019), merujuk pada situasi di mana perusahaan tidak dapat memenuhi kewajiban keuangannya, yang dapat mengarah pada kebangkrutan jika tidak ditangani dengan tepat. Dalam konteks ini, penting bagi perusahaan untuk mengambil langkah-langkah proaktif dan strategis untuk mengantisipasi potensi masalah keuangan yang mungkin timbul akibat penurunan permintaan dan ketidakpastian pasar. Penelitian oleh Altman (1968) menunjukkan bahwa perusahaan yang mampu melakukan analisis keuangan secara menyeluruh dan mengidentifikasi tanda-tanda awal *financial distress* memiliki peluang lebih besar untuk bertahan dan menghindari kebangkrutan.

Perlu diketahui, salah satu penyebab kebangkrutan (*Financial Distress*) yaitu apabila perusahaan tidak mampu memenuhi kewajibannya yang akan jatuh tempo, dan apabila nilai aset lebih kecil daripada nilai hutang. Pengukuran *financial distress* memberikan manfaat bagi perusahaan karena memberikan informasi tentang keadaan kondisi keuangan perusahaan agar dapat memahami kekuatan dan kelemahan dari situasi tersebut (Rahmawati & Santoso, 2025).

Peneliti berfokus untuk menggunakan metode *Zmijewski* (1984). Metode ini menggunakan rasio profitabilitas (ROA), leverage (*Debt Ratio*), dan likuiditas (*Current Ratio*) untuk menganalisis apakah perusahaan tersebut mengalami gangguan terhadap keuangan atau tidak. Metode *Zmijewski* merupakan

model prediksi *financial distress* dengan rata-rata tingkat akurasi tertinggi dan memiliki rata-rata *tipe error* yang paling rendah dibandingkan dengan model lainnya *Altman Z-Score* dan *Springate* (Gusmi Erdes, 2021).

Menurut peneliti sebelumnya oleh Nasikhah (2022), Model analisis *Zmijewski* masih jarang digunakan dan hasilnya akurat untuk menganalisis *financial distress*, sehingga dengan memilih model analisis *Zmijewski* ini diharapkan dapat memberikan hasil penelitian yang akurat dan dapat menjadi acuan untuk peneliti selanjutnya agar dapat lebih mengeksplor model analisis kebangkrutan yang lainnya.

Penelitian sebelumnya yang juga dilakukan oleh Pangestu & Hirliana (2023) yang dilakukan secara kuantitatif dengan objek penelitian pada perusahaan pertambangan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (2019-2021) dimana Hasil Penelitian menunjukkan dari kelima variabel bebas yang digunakan tidak memiliki pengaruh terhadap indikasi terjadinya *financial distress* di perusahaan, karena *financial distress* dapat terjadi karena faktor eksternal seperti adanya pandemi covid.

Dalam konteks ini, diperlukan penelitian yang mendalam untuk memahami kondisi *Financial Distress* dengan menggunakan metode *Zmijewski X-Score*, terutama pada perusahaan *startup* di Indonesia pada periode 2021–2023 ketika fenomena *Tech Winter* berlangsung. Oleh karena itu, penulis mengambil judul **"Analisis *Financial Distress* dengan Metode *Zmijewski Score* Pada Perusahaan *Startup* Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2021-2023"**.

Berdasarkan uraian latar belakang diatas, maka rumusan masalah dalam penelitian ini adalah Bagaimana Analisis Financial Distress dengan Metode Zmijewski Score Pada Perusahaan Startup Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2021-2023?. Kemudian, Berdasarkan uraian pokok masalah tersebut, maka tujuan penelitian ini adalah Untuk mengetahui dan menganalisis Financial Distress dengan Metode Zmijewski Score Pada Perusahaan Startup Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2021-2023.

LANDASAN TEORI DAN HIPOTESIS

Teori Sinyal (*Signalling Theory*)

Signalling theory atau teori sinyal adalah konsep yang menjelaskan bagaimana informasi yang disampaikan oleh suatu entitas, seperti perusahaan dapat memberikan petunjuk atau sinyal kepada pihak lain, seperti investor, kreditor, atau pasar. Dalam konteks perusahaan, sinyal ini seringkali berbentuk laporan keuangan, keputusan bisnis, atau bahkan tindakan yang diambil oleh manajemen, yang dirancang untuk menyampaikan kondisi atau niat perusahaan.

Salah satu teori penting dalam *financial distress* adalah *signalling theory*, yang menyatakan bahwa perusahaan memberikan sinyal kepada pengguna informasi keuangan. Sebagaimana yang dikemukakan oleh Spence (1973) Teori sinyal menjelaskan bagaimana satu pihak (biasanya manajemen atau pemilik perusahaan) memberikan sinyal kepada pihak lain (biasanya investor atau pasar) tentang kondisi internal perusahaan melalui informasi yang tidak simetris, seperti laporan keuangan atau pengumuman dividen.

Menurut Brigham & Houston (2010), Teori sinyal menyatakan bahwa tindakan manajemen keuangan, seperti kebijakan dividen atau keputusan pendanaan, dapat dijadikan sinyal kepada investor tentang prospek masa depan perusahaan.

Bisnis Digital

Secara umum, bisnis digital dapat didefinisikan sebagai model bisnis yang memanfaatkan teknologi digital untuk menciptakan, mendistribusikan, dan memanfaatkan nilai. Bisnis digital mencakup berbagai aktivitas yang dilakukan secara online, termasuk penjualan produk dan layanan, pemasaran, interaksi dengan pelanggan, serta pengelolaan operasi internal.

Chaffey (2015) mendefinisikan bisnis digital sebagai penggunaan teknologi digital untuk mendukung semua aspek bisnis, termasuk pemasaran, penjualan, dan layanan pelanggan. Ia menekankan bahwa bisnis digital mencakup lebih dari sekadar e-commerce; ini juga melibatkan penggunaan media sosial, analitik data, dan teknologi mobile untuk meningkatkan pengalaman pelanggan.

Model bisnis digital bisa dikatakan sebuah pola atau kerangka sebagai acuan dalam melakukan aktivitas bisnis dengan teknologi digital. Menurut Supply Chain Indonesia (2017) dalam Hardjanto dan Haryadi (2022) dalam terdapat beberapa karakteristik dari model bisnis digital sebagai berikut :

1. Classified ad / iklan baris : Model bisnis ini merupakan website yang paling banyak berkembang di negara berkembang, karena model bisnis ini terbilang sederhana dan bisa dilakukan secara personal. Model bisnis ini dapat ditemukan seperti website OLX dan forum jual beli kaskus.
2. Marketplace C2C : Model bisnis ini seluruh kegiatan operasional dan transaksinya disediakan oleh pihak pengelola marketplace dengan sistem rekening bersama. Model bisnis seperti ini mempertemukan antara konsumen yang menjual barang dengan konsumen yang membeli barang. Contoh dari model bisnis ini adalah Shopee dan Tokopedia.
3. Shopping Mall : Model bisnis digital ini pada dasarnya marketplace dengan sistem seller yang ketat dan terpilih. Sehingga penjualnya lebih tersortir dengan baik. Contoh model bisnis ini adalah blibli dan Lazada.

Startup Technopreneurship

Startup technopreneurship adalah suatu bentuk kegiatan kewirausahaan yang fokus pada pengembangan dan penerapan teknologi baru dalam menciptakan dan mengembangkan bisnis. Istilah "*technopreneurship*" merupakan gabungan dari kata "*technology*"(teknologi) dan "*entrepreneurship*" (kewirausahaan).

Dalam rangka mencapai kesuksesan, startup technopreneurship harus memiliki strategi bisnis yang kuat, tim yang kompeten, dan kemampuan untuk beradaptasi dengan perubahan pasar dan teknologi.

Selain itu, mereka juga harus memiliki pemahaman yang baik tentang bagaimana mengelola risiko dan mencari sumber pendanaan untuk pertumbuhan Perusahaan mereka (Hartatik et al., 2023).

Tren Pertumbuhan Startup

Tren pertumbuhan dalam konteks bisnis merujuk pada pola atau arah perkembangan perusahaan dari waktu ke waktu yang dapat diukur melalui indikator keuangan maupun non-keuangan. Pertumbuhan ini sering kali mencerminkan kinerja dan prospek jangka panjang perusahaan, sekaligus menunjukkan kemampuannya untuk bertahan dalam persaingan industri dan menghadapi tantangan ekonomi.

Dalam konteks strategis, menurut Hitt et al. (2013) pertumbuhan perusahaan merupakan indikator strategis yang menunjukkan keberhasilan manajerial dalam menciptakan nilai tambah dan memperluas kapasitas usaha. Pertumbuhan yang berkelanjutan biasanya diukur melalui pertumbuhan pendapatan, laba

bersih, aset, jumlah karyawan, serta ekspansi pasar atau produk.

Fenomena pertumbuhan ini juga sangat relevan dengan perusahaan startup, yang secara umum merupakan entitas bisnis baru berbasis inovasi teknologi. Startup mengalami fase pertumbuhan yang cepat karena dipacu oleh inovasi serta dukungan pendanaan eksternal dari para investor. .

Menurut Simon (2016) Hampir semua perusahaan startup bergantung pada modal ventura untuk pendanaan awal, pengembangan, dan pembiayaan operasional mereka. Strategi yang diadopsi oleh masing-masing perusahaan akan menentukan sejauh mana kebutuhan mereka terhadap suntikan modal ventura tersebut. Umumnya, para pendiri perusahaan rintisan yang berhasil mencapai level unicorn adalah individu yang telah memiliki pengalaman dalam mendirikan perusahaan lain sebelumnya serta memiliki latar belakang akademis yang kuat.

Platt & Platt (2002) menekankan bahwa perusahaan yang mengalami lonjakan pertumbuhan tanpa disertai pengelolaan kas yang baik akan menghadapi kesulitan dalam memenuhi kewajiban keuangannya, sehingga berpotensi mengalami krisis likuiditas. Oleh karena itu, penting bagi perusahaan untuk tidak hanya mengejar pertumbuhan secara absolut, melainkan juga mempertimbangkan efisiensi, keberlanjutan, dan struktur keuangan yang sehat.

Analisis Laporan Keuangan

Laporan keuangan adalah dokumen yang menyajikan informasi mengenai posisi keuangan, kinerja, dan perubahan posisi keuangan suatu entitas dalam periode tertentu. Agar informasi tersebut dapat disajikan secara andal, relevan, dan dapat dibandingkan, diperlukan standar akuntansi.

Tujuan utama standar akuntansi adalah untuk membuat laporan keuangan lebih mudah dipahami oleh pengguna laporan keuangan, sehingga tidak terjadi kesalahpahaman antara penyaji laporan dan pembaca laporan, serta agar terdapat konsistensi dalam pelaporan sehingga laporan keuangan dapat memiliki daya banding (Anto & Yusran, 2023)

Informasi ini meliputi aset, kewajiban, ekuitas, pendapatan, dan beban perusahaan. Menurut Ikatan Akuntan Indonesia PSAK, No. 1 Paragraf 7 (Revisi 2012), Laporan keuangan adalah penyajian terstruktur dari posisi keuangan dan kinerja keuangan suatu entitas.

Menurut Munawir (2014), Analisis laporan keuangan adalah suatu proses untuk menguraikan pos-pos laporan keuangan menjadi unit informasi yang lebih kecil dan melihat hubungan yang ada di antara informasi tersebut untuk mengetahui secara lebih mendalam kondisi keuangan dan hasil usaha suatu perusahaan.

Rasio Keuangan

Analisis Rasio keuangan adalah metode evaluasi yang mengukur kinerja dan memungkinkan seseorang untuk menentukan kesehatan keuangan sebuah perusahaan dengan membandingkan data kuantitatif tertentu dalam laporan keuangan.

Arifuddin dkk. (2023) Mengemukakan bahwa laporan keuangan memberikan gambaran menyeluruh tentang kesehatan keuangan perusahaan. Metrik utama yang tercantum di dalamnya, seperti likuiditas, profitabilitas, dan rasio leverage, berperan penting dalam mengevaluasi stabilitas keuangan perusahaan.

Rasio Keuangan menurut Kasmir (2015) merupakan kegiatan membandingkan angka - angka yang

ada dalam laporan keuangan dengan cara membagi satu angka dengan angka lainnya. Kemudian, Menurut Brigham & Houston (2019), rasio keuangan adalah perbandingan numerik yang digunakan untuk menganalisis kinerja keuangan perusahaan. Rasio ini mencakup berbagai kategori, termasuk rasio likuiditas seperti current ratio, yang mengukur kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendek dengan aset lancar yang dimiliki.

Financial Distress

Financial distress adalah kondisi di mana perusahaan mengalami kesulitan keuangan yang signifikan, yang dapat mengakibatkan ketidakmampuan untuk memenuhi kewajiban finansialnya. Ini mencakup situasi di mana perusahaan tidak dapat membayar utang, bunga, atau kewajiban lainnya tepat waktu.

Kebangkrutan terjadi karena perusahaan mengalami kesulitan keuangan (*financial distress*). Dimana keadaan kesulitan keuangan merupakan indikator utama kebangkrutan bisnis. Ketika perusahaan mengalami kesulitan keuangan, perusahaan akan berjuang untuk membiayai operasi perusahaan dan hutangnya, yang menyebabkan penutupan bisnis dan kebangkrutan yang akan datang (Indriani et al., 2023).

Setiyono et al. (2016) menyatakan apabila ditinjau dari aspek keuangan perusahaan (*financial factor*) terdapat tiga keadaan yang dapat menyebabkan perusahaan mengalami *financial distress* yakni Faktor ketidakmampuan modal atau kekurangan dana, Besarnya beban hutang dan bunga dan menderita kerugian

Metode Analisis *Financial Distress*

Metode Altman

Metode Altman (*Altman Z-Score*) adalah salah satu model prediktif yang paling populer untuk mengukur potensi *financial distress* (kesulitan keuangan) atau kebangkrutan suatu perusahaan. Model ini pertama kali dikembangkan oleh Edward I. Altman pada tahun 1968 dan menggunakan analisis diskriminan multivariat untuk memprediksi kemungkinan kebangkrutan perusahaan berdasarkan sejumlah rasio keuangan.

Altman mengembangkan rumus berbeda tergantung pada jenis perusahaan, seperti perusahaan publik manufaktur, perusahaan swasta, dan perusahaan non-manufaktur. Altman Z-Score dinyatakan sebagai persamaan linier yang terdiri dari 4-5 koefisien "T" yang mewakili metrik keuangan tertentu, Untuk persamaan awalnya (Sumarson Goh, 2023), sebagai berikut::

$$Z = 1{,}2\ T1 + 1{,}4\ T2 + 3{,}3\ T3 + 0{,}6\ T4 + 0{,}99\ T5$$

Metode Springate

Metode Springate adalah model prediksi kebangkrutan yang dikembangkan oleh Gordon L.V. Springate pada tahun 1978 dengan menggunakan teknik Multiple Discriminant Analysis (MDA). Model ini bertujuan untuk mengidentifikasi kemungkinan perusahaan mengalami financial distress berdasarkan analisis rasio keuangan tertentu. Formula Springate adalah sebagai berikut:

$$S = 1{,}03X_1 + 3{,}07X_2 + 0{,}66X_3 + 0{,}4X_4$$

Metode Zmijewski

Metode analisis *Financial distress* yang lain yaitu Zmijewski (1984). Metode ini menggunakan

rasio profitabilitas (ROA), leverage (*Debt Ratio*), dan likuiditas (*Current Ratio*) untuk menganalisis apakah perusahaan tersebut mengalami gangguan terhadap keuangan atau tidak. Metode Zmijewski memiliki keakurasian sebesar 94,9%. Rumus Metode Zmijewski yaitu :

$$X = -4{,}3 – 4{,}5X1 + 5{,}7X2 – 0{,}004X3$$

Dari ketiga model yang paling populer tersebut, Model Altman Z-Score, yang dikembangkan oleh Edward I. Altman (1968), merupakan model yang paling banyak digunakan secara global, dengan lima rasio keuangan sebagai indikator, dan terbukti memiliki tingkat akurasi tinggi dalam memprediksi kebangkrutan terutama pada perusahaan manufaktur publik (Altman, 1968).

Sementara itu, *Springate Score*, yang disusun oleh Gordon L.V. Springate (1978), merupakan penyederhanaan dari Altman yang menggunakan empat rasio keuangan. Meskipun lebih sederhana, model ini tetap efektif, khususnya untuk perusahaan manufaktur di Indonesia, sebagaimana dibuktikan oleh Suartini et al. (2019) yang menunjukkan bahwa Springate mampu mengidentifikasi 36% perusahaan manufaktur dalam kondisi *financial distress*.

Di sisi lain, model Zmijewski, yang dikembangkan oleh Mark E. Zmijewski (1984), hanya menggunakan tiga rasio, namun lebih menekankan pada aspek leverage dan likuiditas. Pendekatan ini menjadikannya lebih unggul dalam mendeteksi kebangkrutan pada perusahaan dengan profitabilitas rendah dan tingkat utang tinggi, seperti pada perusahaan startup (Fitriani, 2022). Bahkan, menurut penelitian yang dimuat dalam TEME Journal (Stamenković, 2024), tingkat akurasi model Zmijewski mencapai 89,62%, lebih tinggi dibanding Altman yang hanya 85,22% dalam studi lintas sektor. Dengan demikian, pilihan metode terbaik sangat tergantung pada jenis perusahaan yang dianalisis; Altman dan Springate lebih sesuai untuk perusahaan manufaktur yang stabil, sedangkan Zmijewski lebih ideal untuk perusahaan startup atau yang sedang berada dalam fase awal pertumbuhan dengan kondisi keuangan yang belum solid.

Metode Zmijewski Score

Prediksi financial distress dilakukan pertama kali oleh Zmijewski pada tahun 1984 yang menambah validitas rasio keuangan untuk mendeteksi kegagalan keuangan perusahaan. Dengan kriteria jika nilai X semakin besar maka besar pula kemungkinan perusahaan mengalami kebangkrutan (Ardiana, 2021). Menurut Zmijewski (1984), perusahaan dikategorikan dalam kondisi distress atau berpotensi bangkrut jika probabilitasnya melebihi 0.

Dengan demikian, nilai cut-off untuk model ini adalah 0. Jika X-score bernilai negatif atau kurang dari 0 (X-Score < 0), perusahaan dianggap sehat dan tidak beresiko bangkrut. Sebaliknya, jika X-score bernilai positif atau sama dengan 0 (X-Score ≥ 0), perusahaan cenderung berada dalam kondisi tidak sehat atau berpotensi menuju kebangkrutan.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Gusmi Erdes (2021) dengan menggunakan metode Zmijewski Score untuk memprediksi financial distress menunjukkan bahwa PT Gajah Tunggal Tbk (GJTL) diprediksi mengalami kondisi financial distress pada tahun 2017 dan 2018.. Hal ini sejalan dengan fakta yang dikutip dari CNBC Indonesia, yang menyebut bahwa PT Gajah Tunggal Tbk (GJTL), produsen ban terbesar nasional, mencatatkan penurunan laba bersih yang drastis untuk full year 2017 mencapai 92,81% menjadi Rp 45,02 miliar (Wareza, 2018). Metode zmijewski menggunakan 3 rasio yakni : Return On Asset/ROA (X1), Debt Ratio (X2), dan Current Ratio (X3).

METODE PENELITIAN

Penelitian ini didasarkan pada analisis laporan keuangan tahunan perusahaan startup berbasis teknologi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) untuk periode 2021–2023. Laporan keuangan tersebut telah melalui proses audit oleh auditor independen guna memastikan keakuratannya. Data yang digunakan mencakup komponen neraca dan laporan laba rugi, yang kemudian diolah menjadi rasio keuangan. Hasil olahan ini bertujuan untuk memprediksi kemungkinan terjadinya Financial Distress pada perusahaan startup di sektor teknologi selama periode tersebut.

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh Perusahaan startup yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Tahun 2021 - 2023 yang berjumlah sebanyak 47 Perusahaan. Penentuan sampel pada penelitian ini menggunakan teknik purposive sampling, sehingga didapatkan total 20 perusahaan.

Jenis penelitian ini menggunakan data kuantitatif dan sumber data yang digunakan adalah data sekunder. Metode pengumpulan data yang digunakan dengan metode dokumentasi serta Metode analisis data menggunakan metode deskriptif dengan pendekatan kuantitatif.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil Perhitungan Return On Asset (ROA)

Return on Asset (ROA) mengukur efisiensi perusahaan dalam memanfaatkan aset untuk menghasilkan laba dan menjadi indikator penting dalam mendeteksi financial distress pada startup. ROA negatif berturut-turut menunjukkan aset tidak produktif dan meningkatkan risiko kesulitan keuangan. Dalam industri startup teknologi, ROA idealnya di atas 1%, sedangkan di bawah 0% menandakan kondisi keuangan tidak sehat. Pemantauan ROA penting untuk menilai keberlanjutan bisnis, terutama dalam analisis financial distress menggunakan metode Zmijewski X-Score, guna menilai efektivitas penggunaan aset oleh startup di Indonesia.

Tabel 1 Hasil Perhitungan Return On Asset (ROA)

No.	Kode	Nama Perusahaan	Return On Asset (ROA)		
			2021	2022	2023
1	KREN	Quantum Clovera Investama Tbk	-0.10	-0.02	-0.02
2	EMTK	Elang Mahkota Teknologi Tbk	0.17	0.14	-0.01
3	MLPT	Multipolar Technology Tbk	0.09	0.23	0.09
4	KIOS	Kioson Komersial Indonesia Tbk	0.03	0.02	-0.13
5	MCAS	M Cash Integrasi Tbk	0.07	0.02	0.01

No.	Kode	Nama Perusahaan	Return On Asset (ROA)		
			2021	2022	2023
6	NFCX	NFC Indonesia Tbk	0.18	0.02	-0.30
7	DIVA	Distribusi Voucher Nusantara Tbk	0.54	0.01	-1.25
8	LUCK	Sentral Mitra Informatika Tbk	0.00	0.02	0.00
9	ENVY	Envy Technologies Indonesia Tbk	-3.76	-0.95	-2.00
10	HDIT	Hensel Davest Indonesia Tbk	-0.01	-0.06	-0.12
11	TFAS	Telefast Indonesia Tbk	0.10	0.01	0.01
12	DMMX	Digital Mediatama Maxima Tbk	0.23	0.01	-0.30
13	GLVA	Galva Technologies Tbk	0.08	0.13	0.11
14	PGJO	Tourindo Guide Indonesia Tbk	-0.48	-0.71	-0.81
15	CASH	Cashlez Worldwide Indonesia Tbk	-0.06	-0.04	-0.14
16	ZYRX	Zyrexindo Mandiri Buana Tbk	0.33	0.14	0.11
17	BUKA	Bukalapak.com Tbk	-0.06	-0.05	0.09
18	UVCR	Trimegah Karya Pratama Tbk	0.08	0.14	0.07
19	RUNS	Global Sukses Solusi Tbk	-0.19	0.06	-0.06
20	GOTO	GoTo Gojek Tokopedia Tbk	-0.14	-0.03	-1.68

Sumber: Data diolah, 2025

Berdasarkan data pada tabel 1 ditemukan adanya penurunan kinerja keuangan berdasarkan indikator ROA. Tahun 2021 mencatatkan rata-rata ROA sebesar -0,12, dengan 8 dari 20 perusahaan menunjukkan ROA negatif. Meskipun pada tahun 2022 rata-rata ROA meningkat menjadi 0,00 atau netral, jumlah perusahaan yang mencatatkan ROA negatif berkurang menjadi 7 perusahaan. Namun, pada tahun 2023 terjadi kemerosotan yang cukup signifikan, di mana rata-rata ROA kembali turun menjadi -0,17, dan jumlah perusahaan dengan ROA negatif meningkat menjadi 12 dari 20 perusahaan yang dianalisis.

Hasil Perhitungan Debt Ratio

Debt Ratio mengukur ketergantungan perusahaan pada utang untuk membiayai asetnya dan menjadi indikator utama potensi financial distress, terutama pada startup dengan struktur permodalan yang

belum stabil. Rasio ini dihitung dengan membagi total utang dengan total aset; semakin tinggi nilainya, semakin besar risiko kebangkrutan. Dalam model Zmijewski Score, Debt Ratio menjadi variabel kunci yang mencerminkan ketahanan keuangan jangka panjang.

Tabel 2 Hasil Perhitungan Debt Ratio

No.	Kode	Nama Perusahaan	Debt Ratio		
			2021	2022	2023
1	KREN	Quantum Clovera Investama Tbk	0.21	0.22	0.29
2	EMTK	Elang Mahkota Teknologi Tbk	0.00	0.00	0.00
3	MLPT	Multipolar Technology Tbk	0.68	0.70	0.77
4	KIOS	Kioson Komersial Indonesia Tbk	0.22	0.06	0.09
5	MCAS	M Cash Integrasi Tbk	0.29	0.32	0.41
6	NFCX	NFC Indonesia Tbk	0.28	0.26	0.43
7	DIVA	Distribusi Voucher Nusantara Tbk	0.09	0.08	0.14
8	LUCK	Sentral Mitra Informatika Tbk	0.18	0.22	0.22
9	ENVY	Envy Technologies Indonesia Tbk	0.66	1.32	3.72
10	HDIT	Hensel Davest Indonesia Tbk	0.24	0.07	0.17
11	TFAS	Telefast Indonesia Tbk	0.29	0.27	0.24
12	DMMX	Digital Mediatama Maxima Tbk	0.12	0.17	0.22
13	GLVA	Galva Technologies Tbk	0.63	0.63	0.58
14	PGJO	Tourindo Guide Indonesia Tbk	0.03	0.04	0.13
15	CASH	Cashlez Worldwide Indonesia Tbk	0.32	0.19	0.33
16	ZYRX	Zyrexindo Mandiri Buana Tbk	0.28	0.62	0.41
17	BUKA	Bukalapak.com Tbk	0.12	0.03	0.03
18	UVCR	Trimegah Karya Pratama Tbk	0.19	0.18	0.23
19	RUNS	Global Sukses Solusi Tbk	0.02	0.14	0.28
20	GOTO	GoTo Gojek Tokopedia Tbk	0.10	0.01	0.34

Sumber: Data diolah, 2025

Berdasarkan data pada tabel 2, dapat disimpulkan bahwa tingkat solvabilitas antar perusahaan sangat bervariasi, mencerminkan perbedaan strategi pendanaan dan kondisi finansial masing-masing entitas. Sebagian besar perusahaan menunjukkan rasio utang terhadap aset di bawah 0,5 yang menandakan struktur permodalan masih relatif sehat dan lebih mengandalkan ekuitas dibanding hutang. Seperti EMTK, PGJO, dan BUKA menunjukkan Debt Ratio sangat rendah atau bahkan nol, yang berarti mereka hampir tidak memiliki utang, sehingga berisiko rendah mengalami tekanan keuangan akibat beban kewajiban. Disisi lain, terdapat perusahaan seperti MLPT, GLVA, dan ENVY yang memiliki Debt Ratio tinggi, terutama ENVY yang mencatatkan lonjakan drastis dari 0,66 pada 2021 menjadi 3,72 pada 2023, menunjukkan tingkat ketergantungan utang yang ekstrem dan kondisi finansial yang sangat mengkhawatirkan.

Hasil Perhitungan Current Ratio

Current Ratio merupakan indikator penting untuk menilai kemampuan jangka pendek perusahaan dalam memenuhi kewajiban lancarnya dan menjadi komponen utama analisis financial distress menggunakan metode Zmijewski Score. Pada startup, terutama di fase awal atau ekspansi, rasio ini mencerminkan kesiapan kas dan aset likuid untuk menutup kewajiban operasional. Current Ratio dihitung dengan membagi total aset lancar dengan total liabilitas lancar, dengan nilai ideal industri berkisar 1,5–2,0. Startup sering mencatat rasio di bawah standar akibat tingginya pengeluaran awal dan arus kas yang belum stabil; rasio di bawah 1,0 dapat menjadi sinyal awal potensi financial distress, terutama jika disertai penurunan likuiditas dari tahun ke tahun.

Tabel 3 Hasil Perhitungan Current Ratio

No.	Kode	Nama Perusahaan	Current Ratio		
			2021	2022	2023
1	KREN	Quantum Clovera Investama Tbk	3.52	2.78	2.31
2	EMTK	Elang Mahkota Teknologi Tbk	4.03	5.27	4.93
3	MLPT	Multipolar Technology Tbk	1.14	1.17	0.97
4	KIOS	Kioson Komersial Indonesia Tbk	3.53	7.51	4.89
5	MCAS	M Cash Integrasi Tbk	2.94	2.25	1.93
6	NFCX	NFC Indonesia Tbk	3.26	3.19	1.95
7	DIVA	Distribusi Voucher Nusantara Tbk	11.53	12.00	6.21
8	LUCK	Sentral Mitra Informatika Tbk	3.74	3.54	3.82
9	ENVY	Envy Technologies Indonesia Tbk	0.70	0.35	0.24

No.	Kode	Nama Perusahaan	Current Ratio		
			2021	2022	2023
10	HDIT	Hensel Davest Indonesia Tbk	36.22	19.06	8.36
11	TFAS	Telefast Indonesia Tbk	2.97	3.18	3.60
12	DMMX	Digital Mediatama Maxima Tbk	9.21	5.12	2.59
13	GLVA	Galva Technologies Tbk	1.48	1.53	1.65
14	PGJO	Tourindo Guide Indonesia Tbk	38.08	34.40	7.45
15	CASH	Cashlez Worldwide Indonesia Tbk	1.80	1.15	0.76
16	ZYRX	Zyrexindo Mandiri Buana Tbk	3.45	1.44	2.07
17	BUKA	Bukalapak.com Tbk	8.59	27.27	28.13
18	UVCR	Trimegah Karya Pratama Tbk	4.91	4.99	3.49
19	RUNS	Global Sukses Solusi Tbk	43.03	21.66	4.50
20	GOTO	GoTo Gojek Tokopedia Tbk	2.93	2.81	2.62

Sumber: Data diolah, 2025

Berdasarkan data pada tabel 3, mayoritas perusahaan menunjukkan tingkat likuiditas yang tergolong sehat dengan rasio di atas standar minimum 2. Beberapa perusahaan yang secara konsisten mempertahankan current ratio ≥ 2 selama tiga tahun berturut-turut adalah PT Quantum Clovera Investama Tbk (KREN), PT Elang Mahkota Teknologi Tbk (EMTK), PT Kioson Komersial Indonesia Tbk (KIOS), dan PT NFC Indonesia Tbk (NFCX), yang mencerminkan kemampuan likuiditas yang baik. PT Elang Mahkota Teknologi Tbk (EMTK) bahkan menunjukkan kinerja stabil dengan current ratio di atas 4 setiap tahunnya. Sementara itu, perusahaan seperti PT M Cash Integrasi Tbk (MCAS) dan PT Digital Mediatama Maxima Tbk (DMMX) menunjukkan tren penurunan rasio, namun masih berada di ambang sehat pada awal periode.

Sebaliknya, beberapa perusahaan mengalami penurunan signifikan dalam current ratio, seperti RUNS (PT Global Sukses Solusi Tbk), PGJO (PT Tourindo Guide Tbk), dan HDIT (PT Hensel Davest Tbk), yang awalnya sangat tinggi namun merosot drastis pada 2023. Penurunan tajam ini bisa mengindikasikan ketidakseimbangan antara aset lancar dan kewajiban lancar, atau adanya perubahan strategi operasional. Perusahaan seperti ENVY dan CASH menunjukkan current ratio dibawah 1 selama periode 2021–2023, yang menandakan potensi risiko likuiditas karena aset lancarnya tidak mencukupi untuk menutupi kewajiban jangka pendek. Sementara itu, PT Bukalapak Tbk (BUKA) menjadi satu-satunya perusahaan dengan trend current ratio yang meningkat tajam dari 8.59 (2021) menjadi 28.13 (2023), yang

dapat menunjukkan efisiensi pengelolaan aset lancar atau belum optimalnya pemanfaatan dana likuid.

Hasil Perhitungan Metode Zmijewski X-Score

Setelah mendapatkan hasil perhitungan tiga rasio dari masing-masing perusahaan startup yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2021-2023, maka langkah selanjutnya adalah menghitung nilai X-Score Dengan formula yang telah ditetapkan oleh Zmijewski (1984), sebagai berikut:

$$X\text{-Score} = -4{,}3 - 4{,}5X1 + 5{,}7X2 - 0{,}004X3$$

Dengan:
X1 = Return of Asset (ROA)
X2 = Debt Ratio
X3 = Current Ratio

Tabel 4 Hasil Perhitungan dengan Metode Zmijewski X-Score

No.	Kode	Nama Perusahaan	Periode	Return On Asset (X1)	Debt Ratio (X2)	Current Ratio (X3)	X-Score	Hasil
1	KREN	Quantum Clovera Investama Tbk.	2021	-0.10	0.21	3.52	-2.68	*Non-Distress*
			2022	-0.02	0.22	2.78	-2.97	*Non-Distress*
			2023	-0.02	0.29	2.31	-2.61	*Non-Distress*
2	EMTK	Elang Mahkota Teknologi Tbk.	2021	0.17	0.00	4.03	-5.07	*Non-Distress*
			2022	0.14	0.00	5.27	-4.95	*Non-Distress*
			2023	-0.01	0.00	4.93	-4.26	*Non-Distress*
3	MLPT	Multipolar Technology Tbk.	2021	0.09	0.68	1.14	-0.87	*Non-Distress*
			2022	0.23	0.70	1.17	-1.38	*Non-Distress*
			2023	0.09	0.77	0.97	-0.33	*Non-Distress*
4	KIOS	Kioson Komersial Indonesia Tbk.	2021	0.03	0.22	3.53	-3.17	*Non-Distress*
			2022	0.02	0.06	7.51	-4.08	*Non-Distress*
			2023	-0.13	0.09	4.89	-3.24	*Non-Distress*

No.	Kode	Nama Perusahaan	Periode	Return On Asset (X1)	Debt Ratio (X2)	Current Ratio (X3)	X-Score	Hasil
5	MCAS	M Cash Integrasi Tbk.	2021	0.07	0.29	2.94	-3.00	*Non-Distress*
			2022	0.02	0.32	2.25	-2.56	*Non-Distress*
			2023	0.01	0.41	1.93	-1.98	*Non-Distress*
6	NFCX	NFC Indonesia Tbk.	2021	0.18	0.28	3.26	-3.53	*Non-Distress*
			2022	0.02	0.26	3.19	-2.90	*Non-Distress*
			2023	-0.30	0.43	1.95	-0.49	*Non-Distress*
7	DIVA	Distribusi Voucher Nusantara Tbk.	2021	0.54	0.09	11.53	-6.25	*Non-Distress*
			2022	0.01	0.08	12.00	-3.91	*Non-Distress*
			2023	-1.25	0.14	6.21	2.08	*Financial Distress*
8	LUCK	Sentral Mitra Informatika Tbk.	2021	0.00	0.18	3.74	-3.29	*Non-Distress*
			2022	0.02	0.22	3.54	-3.15	*Non-Distress*
			2023	0.00	0.22	3.82	-3.08	*Non-Distress*
9	ENVY	Envy Technologies Indonesia Tbk.	2021	-3.76	0.66	0.70	16.40	*Financial Distress*
			2022	-0.95	1.32	0.35	7.50	*Financial Distress*
			2023	-2.00	3.72	0.24	25.89	*Financial Distress*
10	HDIT	Hensel Davest Indonesia Tbk.	2021	-0.01	0.24	36.22	-3.02	*Non-Distress*
			2022	-0.06	0.07	19.06	-3.70	*Non-Distress*
			2023	-0.12	0.17	8.36	-2.82	*Non-Distress*
11	TFAS	Telefast Indonesia Tbk.	2021	0.10	0.29	2.97	-3.14	*Non-Distress*

No.	Kode	Nama Perusahaan	Periode	Return On Asset (X1)	Debt Ratio (X2)	Current Ratio (X3)	X-Score	Hasil
			2022	0.01	0.27	3.18	-2.81	*Non-Distress*
			2023	0.01	0.24	3.60	-2.94	*Non-Distress*
12	DMMX	Digital Mediatama Maxima Tbk.	2021	0.23	0.12	9.21	-4.65	*Non-Distress*
			2022	0.01	0.17	5.12	-3.40	*Non-Distress*
			2023	-0.30	0.22	2.59	-1.68	*Non-Distress*
13	GLVA	Galva Technologies Tbk.	2021	0.08	0.63	1.48	-1.09	*Non-Distress*
			2022	0.13	0.63	1.53	-1.27	*Non-Distress*
			2023	0.11	0.58	1.65	-1.50	*Non-Distress*
14	PGJO	Tourindo Guide Indonesia Tbk.	2021	-0.48	0.03	38.08	-2.15	*Non-Distress*
			2022	-0.71	0.04	34.40	-1.01	*Non-Distress*
			2023	-0.81	0.13	7.45	0.05	*Financial Distress*
15	CASH	Cashlez Worldwide Indonesia Tbk.	2021	-0.06	0.32	1.80	-2.22	*Non-Distress*
			2022	-0.04	0.19	1.15	-3.05	*Non-Distress*
			2023	-0.14	0.33	0.76	-1.79	*Non-Distress*
16	ZYRX	Zyrexindo Mandiri Buana Tbk.	2021	0.33	0.28	3.45	-4.19	*Non-Distress*
			2022	0.14	0.62	1.44	-1.41	*Non-Distress*
			2023	0.11	0.41	2.07	-2.49	*Non-Distress*
17	BUKA	Bukalapak.com Tbk.	2021	-0.06	0.12	8.59	-3.41	*Non-Distress*
			2022	-0.05	0.03	27.27	-4.00	*Non-Distress*

No.	Kode	Nama Perusahaan	Periode	Return On Asset (X1)	Debt Ratio (X2)	Current Ratio (X3)	X-Score	Hasil
			2023	0.09	0.03	28.13	-4.63	*Non-Distress*
18	UVCR	Trimegah Karya Pratama Tbk.	2021	0.08	0.19	4.91	-3.60	*Non-Distress*
			2022	0.14	0.18	4.99	-3.92	*Non-Distress*
			2023	0.07	0.23	3.49	-3.32	*Non-Distress*
19	RUNS	Global Sukses Solusi Tbk.	2021	-0.19	0.02	43.03	-3.47	*Non-Distress*
			2022	0.06	0.14	21.66	-3.83	*Non-Distress*
			2023	-0.06	0.28	4.50	-2.41	*Non-Distress*
20	GOTO	GoTo Gojek Tokopedia Tbk.	2021	-0.14	0.10	2.93	-3.08	*Non-Distress*
			2022	-0.03	0.01	2.81	-4.11	*Non-Distress*
			2023	-1.67	0.34	2.62	5.17	*Financial Distress*

Sumber: Data diolah, 2025

Berdasarkan tabel, 4 dari 20 sampel perusahaan mengalami kondisi financial distress. PT Envy Technologies Indonesia Tbk (ENVY) menunjukkan indikasi distress secara berkelanjutan selama tiga tahun berturut-turut (2021–2023), dengan nilai X-Score yang sangat tinggi dan meningkat signifikan dari tahun ke tahun. Kemudian, 3 perusahaan lainnya yang juga mengalami perubahan status keuangan dari non-distress menjadi *financial distress* pada tahun 2023, di antaranya PT Distribusi Voucher Nusantara Tbk (DIVA), PT Tourindo Guide Indonesia Tbk (PGJO), dan PT GoTo Gojek Tokopedia Tbk (GOTO). Temuan ini menunjukkan bahwa perubahan kondisi keuangan perusahaan dapat terjadi dengan cepat dan signifikan. Umumnya, perusahaan yang masuk dalam kategori *financial distress* memiliki *Return on Asset* (ROA) yang negatif, rasio utang (*Debt Ratio*) yang tinggi, dan *Current Ratio* yang rendah, yang secara bersama-sama memberikan kontribusi terhadap tingginya nilai X-Score. Oleh karena itu, perusahaan perlu memantau indikator keuangan secara menyeluruh dan berkelanjutan untuk mencegah terjadinya penurunan kinerja keuangan yang berujung pada *financial distress*.

Pembahasan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa sebanyak 4 dari total 20 sampel Perusahaan startup mengalami kondisi *financial distress*, diantaranya sebagai berikut:

1. PT Envy Technologies Indonesia Tbk (ENVY)

Berdasarkan hasil perhitungan menggunakan metode *Zmijewski Score*, PT Envy Technologies Indonesia Tbk (ENVY) mengalami kondisi financial distress selama tiga tahun berturut-turut pada periode 2021 hingga 2023. Hal tersebut menunjukkan bahwa ENVY mengalami tekanan keuangan yang serius dan berisiko tinggi terhadap kebangkrutan. Hal ini tercermin dari beberapa indikator utama seperti Return on Assets (ROA) yang negatif, rasio utang terhadap aset yang terus meningkat, serta penurunan rasio lancar yang signifikan. Kondisi tersebut menunjukkan bahwa ENVY berada dalam tekanan keuangan serius dan memiliki risiko tinggi terhadap kebangkrutan.

Jika dikaitkan dengan perkembangan terbaru perusahaan, data laporan keuangan 2024 dan Q1 2025 menunjukkan bahwa ENVY memang masih menghadapi problematika yang selaras dengan temuan analisis tersebut. Meski pendapatan mengalami kenaikan pada 2024, perusahaan tetap tercatat mengalami kerugian. Arus kas dari aktivitas operasi juga masih negatif, Dimana hal ini mencerminkan ketidakmampuan perusahaan untuk menghasilkan cash flow yang sehat dari kegiatan bisnis utamanya (Reuters, 2025).

Kondisi ini diperkuat karena adanya tekanan finansial ENVY yang berakar pada rendahnya profitabilitas, tingginya ketergantungan terhadap utang, serta likuiditas yang melemah. Bahkan hingga kuartal pertama 2025, perusahaan belum mampu membalikkan keadaan secara signifikan. Rights issue yang direncanakan sebesar 2,51 miliar saham pada 2024 menjadi salah satu upaya restrukturisasi permodalan yaitu memperbaiki struktur keuangan dan mengurangi tekanan dari sisi beban utang (Monica et al., 2024). Selain itu, langkah pembenahan manajemen dan audit forensik yang dilakukan sejak 2022 menjadi bagian dari upaya perbaikan operasional, di mana perbaikan harus dilakukan secara menyeluruh dan bukan hanya dari sisi laporan keuangan.

Namun, hingga saat ini, perbaikan tersebut masih bersifat gradual dan belum mencapai stabilitas finansial yang kuat. Dengan ROA yang masih negatif, tingginya leverage, dan lemahnya likuiditas, ENVY tetap berada dalam zona rawan kebangkrutan, sebagaimana telah diprediksi melalui model Zmijewski Score. Jika langkah restrukturisasi tidak segera membuahkan hasil konkret dalam jangka waktu dekat, risiko delisting maupun kebangkrutan akan semakin sulit dihindari.

2. PT Distribusi Voucher Nusantara Tbk (DIVA)

Hasil analisis terhadap kondisi financial distress PT Distribusi Voucher Nusantara Tbk (DIVA) selama periode 2021 hingga 2023 menunjukkan adanya perubahan signifikan dalam kinerja keuangan perusahaan. Berdasarkan hasil perhitungan dengan metode zmijewski score, perusahaan tercatat berada dalam kondisi non-distress pada tahun 2021 dan 2022, namun memasuki kategori financial distress pada tahun 2023. Perubahan ini dipicu oleh penurunan tajam Return on Assets (ROA) yang berubah dari positif menjadi negatif, menandakan kerugian bersih dan ketidakmampuan aset menghasilkan laba.

Debt Ratio menunjukkan tren kenaikan, dengan lonjakan signifikan pada 2023, sementara Current Ratio menurun drastis meskipun masih berada di atas ambang batas aman. Tren ini mencerminkan menurunnya likuiditas dan pengelolaan aset lancar yang kurang optimal.

Secara keseluruhan, penurunan profitabilitas, peningkatan beban utang, dan melemahnya likuiditas menunjukkan menurunnya efisiensi operasional serta risiko ketidakstabilan jangka panjang. Oleh karena itu, evaluasi menyeluruh terhadap strategi operasional dan keuangan diperlukan, termasuk analisis laporan keuangan, pengelolaan utang, serta pengembangan strategi inovatif. Keterlibatan pemangku kepentingan

dan pemantauan berkala juga penting untuk mengembalikan stabilitas keuangan dan mencegah krisis yang dapat mengancam keberlanjutan perusahaan.

3. PT Tourindo Guide Indonesia Tbk (PGJO)

Hasil analisis terhadap kondisi financial distress PT Tourindo Guide Indonesia Tbk (PGJO) dengan menggunakan metode Zmijewski Score menunjukkan status non-distress pada 2021–2022, namun berubah menjadi financial distress pada 2023. Perubahan ini dipicu oleh memburuknya profitabilitas, tercermin dari ROA negatif yang semakin menurun, menandakan ketidakmampuan perusahaan menghasilkan laba dan meningkatnya kerugian operasional.

Debt Ratio relatif rendah tetapi menunjukkan tren naik, sedangkan Current Ratio turun drastis, mengindikasikan pelemahan likuiditas meski masih berada di atas batas aman.

Kondisi ini menegaskan bahwa penurunan profitabilitas, kenaikan proporsi utang, dan melemahnya likuiditas menjadi penyebab utama tekanan finansial. PGJO perlu segera meninjau strategi bisnis, meningkatkan efisiensi operasional, dan melakukan restrukturisasi keuangan untuk memulihkan kesehatan keuangan dan keberlanjutan bisnis.

4. PT GoTo Gojek Tokopedia Tbk (GOTO).

Berdasarkan analisis kondisi *financial distress* PT GoTo Gojek Tokopedia Tbk (GOTO) periode 2021–2023, kinerja keuangan menunjukkan penurunan signifikan. Perusahaan yang semula berada dalam kondisi *non-distress* pada 2021–2022 beralih menjadi *financial distress* pada 2023 akibat penurunan tajam profitabilitas, khususnya Return on Assets (ROA) yang negatif secara konsisten, mencerminkan ketidakmampuan aset menghasilkan laba.

Debt Ratio GOTO juga meningkat, mengindikasikan bertambahnya beban kewajiban, sementara Current Ratio mengalami penurunan berturut-turut, meski masih berada di atas batas aman, menunjukkan menurunnya kemampuan memenuhi kewajiban jangka pendek.

Secara keseluruhan, penurunan profitabilitas, kenaikan rasio utang, dan penurunan likuiditas mencerminkan pengelolaan keuangan yang kurang optimal. Akumulasi kerugian dan ketidakseimbangan struktur keuangan ini menjadi peringatan bagi manajemen dan pemangku kepentingan untuk segera melakukan evaluasi menyeluruh, restrukturisasi keuangan, dan peningkatan efisiensi operasional guna mengurangi risiko keberlanjutan bisnis.

Hasil penelitian ini secara keseluruhan telah sesuai dengan konsep Signalling Theory, yang dikemukakan oleh Spence (1973), di mana teori ini menyatakan bahwa informasi keuangan yang dipublikasikan oleh perusahaan bertindak sebagai sinyal bagi investor dan pihak eksternal lainnya dalam menilai kondisi dan prospek perusahaan.

Dalam konteks financial distress, penurunan indikator keuangan seperti ROA, peningkatan rasio utang, dan menurunnya likuiditas memberikan sinyal negatif yang menurunkan kepercayaan pasar dan memperburuk persepsi investor. Sebaliknya, perusahaan dengan kinerja keuangan yang stabil dan sehat mengirimkan sinyal positif yang memperkuat kepercayaan dan nilai perusahaan. Studi ini menunjukkan bahwa perusahaan yang mengalami penurunan kinerja keuangan mengirimkan sinyal negatif melalui laporan keuangan mereka, yang berdampak pada persepsi pasar dan risiko finansial yang meningkat. Oleh karena itu, manajemen perlu mengelola dan mengkomunikasikan informasi keuangan secara efektif untuk

menjaga kepercayaan investor dan mendukung kelangsungan usaha.

Hasil penelitian ini juga telah sejalan dengan penelitian dahulu dari Della Gusmi Erdes (2021) bahwa dengan menggunakan metode zmijewski score dapat memprediksi Perusahaan yang mengalami kondisi financial distress. Kemudian, pada penelitian terdahulu oleh Zulkarnain et al. (2022) mengungkapkan bahwa teori sinyal (Signalling Theory) yang dikaitkan dengan financial distress dapat menjelaskan bahwa laporan keuangan yang ada pada perusahaan dapat dibaca oleh investor maupun yang berkepentingan, dimana jika kondisi keuangan perusahaan baik akan memberikan sinyal dengan investasi serta bagi manajer kondisi baik menunjukkan kinerja yang baik.

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil penelitian dan analisis yang dilakukan oleh peneliti dan telah dipaparkan sebelumnya, maka dapat disimpulkan bahwa, analisis *Financial distress* dengan menggunakan metode Zmijewski Score pada perusahaan startup di Bursa Efek Indonesia tahun 2021–2023, terdapat 4 dari 20 perusahaan yang mengalami kondisi financial distress.

PT Envy Technologies Indonesia Tbk mengalami kondisi *financial distress* selama tiga tahun berturut-turut, sedangkan PT Distribusi Voucher Nusantara Tbk, PT Tourindo Guide Indonesia Tbk, dan PT GoTo Gojek Tokopedia Tbk baru menunjukkan kondisi *financial distress* pada tahun 2023, meskipun pada dua tahun sebelumnya masih berada dalam kategori non-distress.

Interpretasi dari temuan ini menunjukkan bahwa perusahaan yang berada dalam kondisi keuangan sehat (*non-distress*) tidak boleh lengah dan harus secara aktif mempertahankan stabilitas keuangan.

Pemantauan secara menyeluruh dan berkelanjutan terhadap indikator-indikator keuangan menjadi hal yang krusial untuk dilakukan, agar potensi penurunan kinerja dapat diantisipasi sejak dini. Dengan demikian, perusahaan dapat meminimalisir risiko memasuki fase *financial distress* dan menjaga kelangsungan usahanya dalam jangka panjang.

DAFTAR PUSTAKA

Anto, L. O., & Yusran, I. N. (2023). Determinants of the quality of financial reports. International Journal of Professional Business Review, 8(3), 1–40. https://doi.org/10.26668/businessreview/2023.v8i3.1331

Ardiana, Y. N. R. P. (2021). Analisis Kinerja Keuangan Perusahaan Properti dan Real Estate Dengan Model Zmijewski (X-Score). Penerbit Desanta Muliavisitama.

Arifuddin, A., Hadisantoso, E., Mayasari, I., & Yulianti, A. F. (2023). How liquidity, profitability, and leverage ratios influence financial distress: A study on Indonesian mining firms. Jurnal Perspektif Pembiayaan dan Pembangunan Daerah, 11(3), 243–252. https://doi.org/10.22437/ppd.v11i3.27470

Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2019). Fundamentals of Financial Management.

Chaffey, D. (2015). Digital Business and E-Commerce Management: Strategy, Implementation and Practice (6th ed.). Pearson.

Fitriani, R. (2022). Analisis Financial Distress pada Startup E-Commerce Menggunakan Model Zmijewski. Jurnal Akuntansi Dan Keuangan Digital, 5(1), 12–21.

Giovani Kawengian, M. (2024). Analisa Tren Tipe Bisnis Startup Digital 2024. Jurnal EMBA, 12(2), 69–74.

Gusmi Erdes, D. (2021). Analisis Financial Distress Pada Perusahaan Otomotif Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia.

Hartatik, Arief Yanto Rukmana, Efitra, Iqbal Ramadhani Mukhlis, Almasari Aksenta, Luh Putu Rara Ayu Ratnaningrum, & Zefri Efdison, (2023). TREN TECHNOPRENEURSHIP: (Strategi & Inovasi Pengembangan Bisnis Kekinian dengan Teknologi Digital (1st ed.). PT Sonpedia Publishing Indonesia.

Hendrayati, Y. (2025, January). Mengapa Banyak Startup di Indonesia Tutup dan tak Bisa Bersaing? BandungBergerak.Id. https://bandungbergerak.id/article/detail/1598641/mengapa-banyak-startup-di-indonesia-tutup-dan-tak-bisa-bersaing.

Hitt, M. A., Ireland, R. D., & Hoskisson, R. E. (2013). Strategic Management: Competitivenes and Globalization (10th ed.).

Indriani, S., Ahmadi, A., & Wulansari, F. (2023). Analisis Financial Distress Pada Perusahaan Properti Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (Bei) Dengan Metode Springate Periode 2020-2022. ARMADA : Jurnal Penelitian Multidisiplin, 1(9), 1085–1101. https://doi.org/10.55681/armada.v1i9.878

Kasmir. (2016). Analisis Laporan Keuangan (Cetakan 9). Rajawali Pers.

lbs.id. (2025, January 3). Startup Indonesia Banyak yang Bangkrut di Tahun 2024, Ini Penyebabnya! Lbs.Id. https://www.lbs.id/publication/investasi/startup-indonesia-banyak-yang-bangkrut-di-tahun-2024-ini-penyebabnya

Monica, L., Rafsanjani, K., & Rosdiana, N. (2024). Butuh Tambahan Modal, ENVY Akan Rights Issue 2,51 Miliar Saham. IDN Financials. https://www.idnfinancials.com/id/news/49438/butuh-tambahan-modal-envy-akan-rights-issue-2-51-miliar-saham

Munawir, S. (2014). Analisis Laporan Keuangan. Liberty.

Nasikhah, I. (2022). Analisis Financial Distress Dengan Metode Zmijewski (Studi kasus pada Perusahaan Sub Sektor Otomotif Dan Komponen Yang Terdaftar di BEI Tahun 2016-2020)

Oliva, F. L., Teberga, P. M. F., Testi, L. I. O., Kotabe, M., Giudice, M. Del, & Kelle, P. (2022). Risks and critical success factors in the internationalization of born global startups of industry 4.0: A social, environmental, economic, and institutional analysis. Technological Forecasting and Social Change, 175.

Pangestu, J. C., & Hirliana, D. I. (2023). Analisis Memprediksi Financial Distress Dan Faktor Pengaruhnya Pada Perusahaan Pertambangan BEI Tahun 2019 – 2021. Owner, 7(3), 1861–1868. https://doi.org/10.33395/owner.v7i3.1532

Rachma, N. (2024). Penerapan Manajemen Risiko Keuangan pada Perusahaan Startup: Sebuah Tinjauan Kualitatif. Jurnal Ilmu Ekonomi, 7.

Rahmawati, S., & Santoso, B. (2025). Analisis Financial Distress Menggunakan Metode Altman Z-Score Dan Zmijewski Pada Perusahaan Property Dan Real Estate Yang Terdaftar Di BEI. Jurnal Nusa Akuntansi, 370–391.

Rakhmayanti Dewi, Intan. (2022, November 21). GoTo-Shopee PHK, Ini Daftar Startup RI Bangkrut dan Tutup. CNBC Indonesia. https://www.cnbcindonesia.com/tech/20221121120431-37-389817/goto-

shopee-phk-ini-daftar-startup-ri-bangkrut-dan-tutup

Reuters. (2025). PT Envy Technologies Indonesia Tbk Financials. Reuters. https://www.reuters.com/markets/companies/ENVY.JK/

Saputra, G., Widodo, T., & Entina Puspita, M. (2023). Analisis Metode Springate, Zmijewski, Altman Z-Score Dalam Memprediksi Kebangkrutan. INNOVATIVE: Journal Of Social Science Research, 3.

Stamenković, M. (2024). Comparative Accuracy of Bankruptcy Prediction Models in the Context of Emerging Economies. TEME Journal, 48(1), 45–60.

Suhendra, C., Ariawan, & Hasmirati. (2023). Keuangan Perusahaan Startup: Panduan untuk Mengelola Keuangan dalam Bisnis Baru. Penerbit Takaza Innovatix Labs.

Sumarson Goh, T. (2023). Monograf : Financial Distress (Edisi Pertama). Indomedia Pustaka.

Wareza, M. (2018, March 29). Laba Bersih Gajah Tunggal Anjlok 92,81% Jadi Rp 45,02 M. CNBC Indonesia. https://www.cnbcindonesia.com/market/20180329092526-17-8986/laba-bersih-gajah-tunggal-anjlok-9281-jadi-rp-4502-m.

Zulkarnain, M., Tinggi Ilmu Manajemen Pase Langsa, S., & Tinggi Akuntansi dan Manajemen Indonesia, S. (2022). Analisis Financial Distress Pada Perusahaan Perbankan Syariah Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. Jurnal Penelitian Ekonomi Akuntansi (JENSI), 6.