

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1 Kondisi Keuangan PT. Krakatau Steel (Persero) Tbk.

PT. Krakatau Steel (Persero) Tbk. memiliki sejarah kondisi keuangan yang kurang baik. Penelitian sebelumnya dilakukan oleh Hidayanti et al. (2016) terkait kinerja keuangan pada PT. Krakatau Steel (Persero) Tbk..

Tabel II.1 Rasio dan Penilaian 2011-2015 PT. Krakatau Steel (Persero) Tbk.

Rasio	Tahun					Rata-rata	Pedoman Rasio	Keterangan
	2011	2012	2013	2014	2015			
<u>Likuiditas</u>								
CR	1,43%	1,12%	0,96%	0,74%	0,61%	0,97%	100,00%	Kurang Baik
QR	0,69%	0,60%	0,50%	0,40%	0,33%	0,50%	150%	Kurang Baik
<u>Solvabilitas</u>								
DAR	0,51%	0,56%	0,55%	0,65%	0,51%	0,55%	35,00%	Baik
DER	1,07%	1,29%	1,26%	1,91%	1,07%	1,32%	90,00%	Kurang Baik
<u>Aktivitas</u>								
TATO	0,83x	0,89x	0,87x	0,71x	0,35x	0,73x	>0,5x	Baik
FATO	2,15x	1,96x	1,62x	1,21x	0,47x	1,48x	1,5x	Kurang Baik
<u>Profitabilitas</u>								
ROI	0,04%	- 0,01%	- 0,02%	- 0,06%	- 0,08%	0,00%	30,00%	Kurang Baik
NPM	0,05%	- 0,01%	- 0,03%	- 0,08%	- 0,24%	-0,02%	20,00%	Kurang Baik
ROE	0,09%	- 0,02%	- 0,06%	- 0,17%	- 0,02%	-0,04%	40,00%	Kurang Baik

Sumber: Diolah dari Hidayanti et al. (2016)

Hasil penelitian menunjukkan bahwa kinerja keuangan perusahaan mengalami fluktuasi dan cenderung mengalami penurunan, karena hasil persentase perhitungan rasio berada di bawah standar yang ditetapkan perusahaan. Rasio likuiditas perusahaan cukup buruk. Hal ini dibuktikan dengan perolehan *current ratio* sebesar 0,97% yang berada di bawah pedoman rasionya yaitu 100%, serta *quick ratio* sebesar 0,50% yang berada di bawah pedoman rasio sebesar 35%. Kemudian, rasio solvabilitas perusahaan kurang baik. Hal ini ditunjukkan dengan perolehan *Debt to Equity Ratio* sebesar 1,32% yang kurang dari pedoman rasio sebesar 90%, serta *Debt to Asset Ratio* sebesar 0,55% yang kurang dari pedoman rasio sebesar 35%. Selanjutnya, rasio aktivitas perusahaan cukup baik. Hal ini ditandai dengan perolehan *Fixed Asset Turnover* sebesar 1,48x yang berada sedikit di bawah pedoman rasio sebesar 1,50x, serta *Total Asset Turnover* sebesar 0,73x yang lebih dari pedoman rasio sebesar 0,50x. Terakhir, rasio profitabilitas perusahaan sangat buruk ditunjukkan dengan *Return on Investment*, *Net Profit Margin*, dan *Return on Equity* yang jauh berada di bawah pedoman rasionya Hidayanti et al. (2016).

Penelitian lainnya dilakukan oleh Lestari et al., (2020) terkait kinerja keuangan dan prediksi kebangkrutan PT. Krakatau Steel (Persero) Tbk 2014-2018. Penilaian kinerja keuangan yang dilakukan oleh peneliti tersebut mengacu pada SK Menteri BUMN Nomor: KEP-100/MBU/2002 terkait panduan untuk mengatur tingkat kesehatan perusahaan milik negara. Selain itu, prediksi kebangkrutan yang dilakukan oleh peneliti menggunakan model Altman Z-Score pertama.

Tabel II.2 Penilaian Aspek Keuangan PT. Krakatau Steel (Persero) Tbk.
menurut SK Menteri BUMN Nomor: KEP-100/MBU/2002

Tahun	Total Skor	Bobot	Total Bobot (%)	Nilai	Kategori	Predikat
2014	26	70	37,14	$30 < TS \leq 40$	B	Kurang Sehat
2015	22	70	31,43	$30 < TS \leq 40$	B	Kurang Sehat
2016	23,5	70	33,57	$30 < TS \leq 40$	B	Kurang Sehat
2017	23,5	70	33,57	$30 < TS \leq 40$	B	Kurang Sehat
2018	23	70	32,86	$30 < TS \leq 40$	B	Kurang Sehat

Sumber: Lestari et al., (2020)

Berdasarkan Tabel II. 2, total skor dari hasil penilaian menunjukkan adanya kenaikan dan penurunan. Kenaikan terjadi pada 2016 dan penurunan terjadi pada 2018. Perbedaan total skor ini tidak membuat perusahaan dalam kondisi tidak sehat, tetapi perusahaan selama 5 tahun memperoleh kondisi “B” yang artinya kondisi perusahaan kurang sehat.

Tabel II.3 Penilaian Prediksi Kebangkrutan Altman Z-Score

No	Tahun	Z-Score	Interval	Prediksi
1	2014	0,4443	$Z\text{-Score} < 1,81$	Distress Zone
2	2015	0,0284	$Z\text{-Score} < 1,81$	Distress Zone
3	2016	0,0417	$Z\text{-Score} < 1,81$	Distress Zone
4	2017	-0,1495	$Z\text{-Score} < 1,81$	Distress Zone
5	2018	-0,0872	$Z\text{-Score} < 1,81$	Distress Zone

Sumber: Lestari et al., (2020)

Berdasarkan Tabel II. 3, Z-Score dari hasil penilaian menunjukkan adanya kenaikan dan penurunan. Pada 2016 perusahaan mengalami kenaikan, tetapi pada 2017 terjadi penurunan tingkat kesehatan perusahaan. Selama 2014-2018

perusahaan mendapatkan kategori *Distress Zone* karena *Z-Score* perusahaan selalu kurang dari 1,81 Lestari et al., (2020).

2.2 Keterkaitan Program PEN dengan Upaya Perbaikan PT. Krakatau Steel (Persero) Tbk.

Erick Thohir selaku Menteri BUMN menyatakan bahwa dirinya dan pihaknya (Kementerian BUMN) terus berupaya untuk memperbaiki kinerja keuangan BUMN yang terkena dampak Covid-19. Beberapa upaya tersebut antara lain mendorong BUMN untuk memangkas belanja modal dan melakukan restrukturisasi utang dengan cara memperpanjang utang tetapi juga mencari bunga yang murah. Selain itu, pemerintah juga memberikan dana investasi untuk modal kerja BUMN dengan total Rp19,65 triliun. Namun, Febrio Kacaribu selaku Kepala Badan Kebijakan Fiskal (BKF) Kementerian Keuangan menjelaskan bahwa tidak semua BUMN akan dibantu pemerintah, tetapi hanya BUMN tertentu yang memenuhi kriteria. Beberapa kriteria tersebut antara lain yaitu perusahaan memiliki pengaruh besar terhadap hajat hidup masyarakat, peran *sovereign* yang dijalankan BUMN dengan *exposure* terhadap sistem keuangan, serta total aset yang dimiliki BUMN. Salah satu perusahaan yang menerima dana investasi tersebut yaitu PT. Krakatau Steel (Persero) Tbk. (Investor.id, 2020).

Pada 24 November 2020, berdasarkan Perjanjian Obligasi Wajib Konversi (OWK) dan persetujuan pemegang saham perusahaan dalam Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa (RUPSLB), perusahaan telah memperoleh persetujuan untuk menerbitkan OWK dengan jumlah pokok sebanyak-banyaknya yaitu Rp3 triliun. Pelaksana investasi kepada perusahaan yaitu PT Sarana Multi

Infrastruktur (SMI). Perjanjian OWK ditandatangani oleh Silmy Karim selaku Direktur Utama PT. Krakatau Steel (Persero) Tbk. dan Trisna Djajawinarta selaku Direktur Operasional Keuangan PT Sarana Multi Infrastruktur (SMI) pada 28 Desember 2020.

Perusahaan melalui mekanisme Penambahan Modal Tanpa Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (PMTHMETD) telah menerbitkan OWK Seri A sebesar Rp2,2 triliun pada 30 Desember 2020. Atas dana yang diterima tersebut, perpanjangan siklus pembayaran kepada beberapa *key customers* telah diberikan guna mendukung kegiatan produksi di industri hilir. Dengan demikian, perusahaan telah berkontribusi dalam Program Investasi Pemerintah dalam rangka Pemulihan Ekonomi Nasional (PEN) dan memperbaiki kinerja keuangan perusahaan, yang mana diharapkan perusahaan mengalami peningkatan pendapatan, memiliki rasio utang yang sehat, serta mempunyai arus kas yang lebih tangguh di masa depan. Perusahaan juga akan menerbitkan OWK Seri B sebesar Rp800 miliar pada waktu yang disetujui Pemerintah Republik Indonesia. Penerbitan OWK Seri B juga dalam rangka penambahan modal yang memiliki tujuan untuk selain perbaikan posisi keuangan, yaitu perusahaan akan menggunakan OWK Seri B untuk mendukung likuiditas, antara lain untuk pembiayaan modal kerja perusahaan guna pembelian slab yang harganya mengalami kenaikan saat ini (PT Krakatau Steel (Persero) Tbk., 2020).

Pada Senin, 28 Desember 2020 di Kantor Pusat Direktorat Jenderal Kekayaan Negara saat pelaksanaan perjanjian investasi antara Kementerian Keuangan dengan PT SMI dan Lembaga Pembiayaan Ekspor Indonesia (LPEI), Isa

Rahmatarwata selaku Direktur Jenderal Kekayaan Negara Kemenkeu mengatakan bahwa Kementerian Keuangan (Kemenkeu) berkomitmen akan terus memantau kinerja dari perusahaan. Kemenkeu tidak segan-segan menagih *performance* dari perusahaan serta akan mengapresiasi apabila perusahaan proaktif selalu menyampaikan *performance* dari perusahaan. Dengan demikian, diharapkan akan memberikan bukti bahwa antara perusahaan dan Kemenkeu akan selalu terbuka dan selalu siap untuk melakukan perbaikan. Isa Rahmatarwata berpesan kepada PT SMI untuk ikut serta dalam mengawal perubahan-perubahan dan komitmen yang telah dibuat oleh perusahaan. Pemerintah berharap perusahaan melalui *multiplier effects* dari kegiatannya dapat berkontribusi signifikan dalam pemulihan ekonomi nasional (Kementerian Keuangan Republik Indonesia, 2020).

Dukungan Investasi Pemerintah Program PEN kepada perusahaan akan sangat bermanfaat untuk menjaga aktivitas usaha dan produksi di sektor hilir, yang kemudian akan berdampak cukup besar dan akan menaikkan permintaan produksi serta mempengaruhi penggunaan suplai dari sektor hulu sehingga dapat memulihkan perekonomian nasional. Hal ini karena PT. Krakatau Steel (Persero) Tbk. merupakan “*mother of industries*” dari industri baja. Perusahaan berperan sebagai penyedia produk baja hulu merupakan *core* dan *supply chain* penting bagi industri hilir. Dengan demikian, dukungan kepada perusahaan dapat membantu industri terkait serta akan menekan impor baja secara langsung. Di samping itu, kebijakan yang komprehensif terkait industri baja dan importasi baja diperlukan untuk mengatasi praktik *dumping* negara-negara lain. Kepentingan pemerintah terhadap perusahaan juga terkait dengan besarnya belanja infrastruktur APBN yang

sangat memerlukan produk baja (Kementerian Keuangan Republik Indonesia, 2020).

Kementerian Perindustrian mengutarakan pandangannya bahwa industri besi dan baja nasional akan mengeliat seiring dengan optimisme sektor konstruksi. Pemerintah memiliki komitmen untuk mendukung peningkatan produksi dan penyerapan baja konstruksi dalam proyek nasional melalui 4 instrumen. Pertama, insentif harga gas bumi tertentu USD6 per MMBtu, industri baja menjadi salah satu sektor penggunaannya. Kedua, regulasi impor besi dan baja yang ketat dengan pertimbangan *supply* dan *demand* nasional. Ketiga, terdapat insentif-insentif impor yaitu masterlist dan BMTP yang berperan sebagai pendukung dalam penyediaan bahan baku terutama untuk industri yang baru berinvestasi atau perluasan investasi. Terakhir, kewajiban Tingkat Komponen Dalam Negeri (TKDN) untuk proyek nasional (Bisnis.com, 2021).

Komitmen pemerintah dibuktikan dengan dikeluarkannya beberapa regulasi yang mendorong industri besi dan baja nasional. Peraturan Menteri Perdagangan No 3 Tahun 2020 tentang Ketentuan Impor Besi atau Baja, Baja Paduan dan Produk turunannya menjadi salah satu regulasi yang mengendalikan impor besi dan baja dalam negeri. Selanjutnya, upaya pengendalian impor besi dan baja juga menjadi prioritas Kementerian Perindustrian dalam menaikkan pertumbuhan industri, dengan cara mengimplementasikan Sistem *Database Supply-Demand* Besi dan Baja Nasional (SIBANA). Selain itu, terdapat penerapan Standar Nasional Indonesia (SNI) sebagai *technical barrier impor*. Kementerian Perindustrian juga menerbitkan Izin Operasional Mobilitas dan Kegiatan Industri (IOMKI) dan

pengaturan tata niaga besi baja guna mendukung eksistensi sektor manufaktur nasional, termasuk industri baja (Kementerian Perindustrian Republik Indonesia, 2021). Hasil dari regulasi-regulasi yang diterapkan pemerintah yaitu impor besi dan baja dapat dikendalikan dan terjadi penurunan pada tahun 2020 sebesar 36% menjadi 4,47 juta ton dibandingkan dengan tahun 2019 sebesar 6,96 juta ton. Dengan demikian, PT. Krakatau Steel (Persero) Tbk. mampu meningkatkan pangsa pasar pada tahun 2020. Peningkatan utilisasi industri besi dan baja nasional terus diupayakan, sehingga diharapkan mampu menopang pembangunan ekonomi Indonesia, khususnya dalam terwujudnya Program Pemulihan Ekonomi Nasional dengan baik (bumn.info, 2021).

2.3 Metode Altman Z-Score dalam Memprediksi Potensi *Financial Distress*

Perusahaan

2.3.1 Konsep Metode Altman Z-Score

Menurut Priyo Purnomo (2014), analisis Altman Z-Score adalah suatu metode untuk mengetahui potensi *financial distress* perusahaan yang dapat dimanfaatkan untuk menilai berhasil atau gagalnya manajemen perusahaan dalam mengelola dan menggunakan dana yang di perusahaan. Edward Altman merupakan orang yang pertama kali mencetuskan teori ini pada tahun 1968. Model Altman (2014) memakai metode *Multiple Discriminant Analysis* yang menciptakan suatu nilai (*score*) dan dikenal sebagai Altman Z-Score. Potensi *financial distress* suatu perusahaan ditunjukkan dengan *score* tersebut. Lima jenis rasio keuangan digunakan oleh Altman, yaitu *working capital to asset*, *retained earnings to total*

assets, earning before interest and taxes to total assets, market value of equity to book value of total debts, dan sales to total assets.

2.3.2 Jenis-jenis Metode Altman Z-Score

Menurut Suparningsih & Chaeriah (2019), dalam perkembangannya, terdapat 3 rumus Altman Z-Score yaitu Metode Altman Z-Score Pertama (I), Metode Altman Z-Score Revisi (II), Metode Altman Z-Score Modifikasi (III). Uraian terkait ketiga model Altman Z-Score yaitu:

1. Metode Altman Z-Score Pertama (I)

Model ini dihasilkan dari penelitian atas perusahaan-perusahaan manufaktur di Amerika Serikat yang melantai di bursa efek. Oleh karena itu, model ini lebih cocok digunakan untuk memprediksi potensi *financial distress* perusahaan-perusahaan manufaktur yang *Go Public*. Altman menghasilkan model kebangkrutan yang pertama setelah melakukan penelitian terhadap variabel dan sampel yang dipilih. Persamaan kebangkrutan yang ditunjukkan untuk memprediksi suatu perusahaan publik manufaktur. Persamaan dari model Altman pertama yaitu:

$$Z = 1,2X_1 + 1,4X_2 + 3,3X_3 + 0,6X_4 + 0,999X_5$$

Keterangan:

Z = Indeks Kesulitan Keuangan (*Financial Distress Index*)

X_1 = Modal Kerja terhadap Total Aset (*Working Capital to Total Assets*)

X_2 = Laba Ditahan terhadap Total Aset (*Retained Earnings to Total Assets*)

X_3 = Pendapatan Sebelum Pajak dan Bunga terhadap Total Aset (*Earnings Before Interest and Tax to Total Assets*)

X_4 = Nilai Pasar Ekuitas terhadap Nilai Buku dari Total Utang (*Market Value Equity to Book Value of Total Debt*)

X_5 = Penjualan terhadap Total Aset (*Sales to Total Assets*)

Kriteria yang digunakan:

$Z < 1,81$ = Bangkrut atau Tidak Sehat

$1,81 < Z < 2,99$ = Rawan Bangkrut (*Grey Zone*)

$Z > 2,99$ = Tidak Bangkrut atau Sehat

2. Metode Altman Z-Score Revisi (II)

Pada tahun 1983, model Altman Z-Score revisi dikembangkan. Model ini dikembangkan mengingat banyaknya perusahaan swasta yang tidak *Go Public* sehingga tidak memiliki nilai pasar (*market value*). Altman mengembangkannya dengan cara mengganti variable X_4 yang awalnya merupakan perbandingan nilai pasar ekuitas terhadap nilai buku total utang (*market value of equity to book value of total debt*) menjadi perbandingan nilai buku ekuitas terhadap nilai buku total utang (*book value of equity to book value of total debt*). Persamaan dari model Altman revisi yaitu:

$$Z = 0,717X_1 + 0,847X_2 + 3,108X_3 + 0,42X_4 + 0,998X_5$$

Keterangan:

Z = Indeks Kesulitan Keuangan (*Financial Distress Index*)

X_1 = Modal Kerja terhadap Total Aset (*Working Capital to Total Assets*)

X_2 = Laba Ditahan terhadap Total Aset (*Retained Earnings to Total Assets*)

X_3 = Pendapatan Sebelum Pajak dan Bunga terhadap Total Aset (*Earnings Before Interest and Tax to Total Assets*)

X_4 = Nilai Buku Ekuitas terhadap Nilai Buku dari Total Utang (*Book Value Equity to Book Value of Total Debt*)

X_5 = Penjualan terhadap Total Aset (*Sales to Total Assets*)

Kriteria yang digunakan:

$Z < 1,23$ = Bangkrut atau Tidak Sehat

$1,23 < Z < 2,99$ = Rawan Bangkrut (*Grey Zone*)

$Z > 2,99$ = Tidak Bangkrut atau Sehat

3. Metode Altman Z-Score Modifikasi (III)

Altman melakukan penelitian kembali di Mexico yang merupakan negara berkembang dengan harapan bahwa model Z-Score dapat digunakan dalam perusahaan *Go Public* dan *Non Go Public*. Altman melakukan penelitian terkait potensi kebangkrutan perusahaan-perusahaan selain perusahaan manufaktur, baik yang *Go Public* maupun *Non Go Public*. Model Altman Z-Score yang modifikasi ini merupakan model yang lebih fleksibel karena bisa digunakan untuk berbagai bidang perusahaan baik yang *Go Public* maupun *Non Go Public* serta cocok digunakan pada negara berkembang. Pada model ini, Altman menghilangkan variabel X_5 karena rasio ini sangat bervariasi pada setiap bidang industri dengan ukuran aset yang berbeda-beda. Persamaan dari model Altman modifikasi yaitu:

$$Z = 6,56X_1 + 3,26X_2 + 6,72X_3 + 1,05X_4$$

Keterangan:

Z = Indeks Kesulitan Keuangan (*Financial Distress Index*)

X_1 = Modal Kerja terhadap Total Aset (*Working Capital to Total Assets*)

X_2 = Laba Ditahan terhadap Total Aset (*Retained Earnings to Total Assets*)

X_3 = Pendapatan Sebelum Pajak dan Bunga terhadap Total Aset (*Earnings Before Interest and Tax to Total Assets*)

X_4 = Nilai Buku Ekuitas terhadap Nilai Buku dari Total Utang (*Book Value Equity to Book Value of Total Debt*)

Kriteria yang digunakan:

$Z < 1,1$ = Bangkrut atau Tidak Sehat

$1,1 < Z < 2,675$ = Rawan Bangkrut (*Grey Zone*)

$Z > 2,675$ = Tidak Bangkrut atau Sehat

2.3.3 Penelitian Terdahulu terkait Metode Altman Z-Score

Penelitian sebelumnya dilakukan oleh Nakamura (2021) mengenai analisis financial distress dengan studi empiris pada BUMN non-keuangan saat krisis keuangan global menyimpulkan bahwa Altman Z-Score merupakan model prediksi kebangkrutan terakurat dalam memprediksi potensi *financial distress* BUMN non-keuangan pada sebelum, saat, serta setelah fenomena krisis keuangan global. Hasil uji akurasi menunjukkan bahwa model Altman Z-Score memiliki tingkat akurasi 100%, selanjutnya model Springate S-Score mempunyai tingkat akurasi 92,59%, serta model Zmijewski S-Score memiliki tingkat akurasi 88,89%. Penelitian ini menggunakan 9 sampel perusahaan BUMN non-keuangan yang *listing* di BEI periode 2005-2012. Uji Kruskal-Wallis digunakan sebagai metode analisis data guna melakukan uji komparatif untuk mengetahui perbedaan (Nakamura, 2021).

Penelitian lainnya dilakukan oleh (Ratnasari, 2018) terkait studi kasus pada perusahaan *involuntary delisting* dan *listing* 2013-2017 menyatakan bahwa model Altman mempunyai tingkat akurasi sebesar 90,48% dengan *type error* sebesar

2,38%, Springate mempunyai tingkat akurasi sebesar 85,71% dengan *type error* sebesar 14,29%, Zmijewski mempunyai tingkat akurasi sebesar 83,33% dan *type error* sebesar 16,67%, serta Grover mempunyai tingkat akurasi sebesar 80,95% dengan *type error* sebesar 19,05%. Populasi yang dipakai dalam penelitian ini adalah perusahaan yang *delisting* dari Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2013 sampai dengan 2017 dan perusahaan yang masih *listing* pada periode yang sama. Teknik pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling* dengan total sampel yaitu 14 perusahaan. Penelitian ini menggunakan statistika deskriptif dengan *Statistical Package for Social Science* (SPSS) serta data dianalisis dengan memperhitungkan tingkat akurasi serta *type error* (Ratnasari, 2018).

Penelitian juga dilakukan oleh Nurcahyanti (2015) mengenai studi komparatif Model Z-Score Altman, Springate, dan Zmijewski dalam mengindikasikan kebangkrutan perusahaan. Hasil penelitiannya menyatakan bahwa model terakurat berdasarkan uji *post hoc* adalah model Altman sedangkan model terakurat berdasarkan tipe eror adalah model Zmijewski. Sampel penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling* dengan diperoleh 46 sampel dari perusahaan yang terdaftar di BEI pada 2010-2013. Peneliti menggunakan metode analisis berupa analisis uji beda *Independent Sample Test*, statistik deskriptif, serta keakuratan dengan menggunakan *post hoc* dan tipe eror.

Prediksi yang dihasilkan dari metode yang bermacam-macam dapat menunjukkan hasil yang berbeda-beda. Hal tersebut disebabkan hasil perhitungan pada masing-masing metode dan tingkat akurasinya. Perbedaan prediksi terjadi

karena terdapat rasio keuangan yang berbeda yang digunakan pada masing-masing metode dan koefisien setiap metode.

2.3.4 Kelebihan dan Kelemahan Metode Altman Z-Score

Kelebihan metode Altman Z-Score menurut BAPEPAM dalam (Yudyawati, 2020) antara lain yaitu memadukan berbagai rasio keuangan bersama-sama, menyediakan koefisien yang sesuai untuk mengombinasikan variabel-variabel independen, penerapan yang mudah, rasio EBIT terhadap total aktiva adalah rasio terbaik untuk mengetahui terjadinya kebangkrutan, nilai Z-Score dalam menilai tingkat kebangkrutan menjadi lebih ketat, serta dapat lebih menggambarkan kondisi keuangan perusahaan sesuai. Selain itu, model Altman juga memiliki beberapa kelemahan antara lain yaitu nilai rasio dapat dibiaskan melalui prinsip akuntansi yang salah atau rekayasa keuangan lainnya. Kemudian, formula Z-Score kurang tepat untuk perusahaan baru yang labanya masih rendah atau merugi karena Z-Score akan rendah, perhitungan Z-Score triwulanan dapat memberikan hasil yang tidak konsisten bila perusahaan memiliki kebijakan menghapus piutang di akhir tahun sekaligus, formula Z-Score tidak memasukkan unsur-unsur non keuangan dalam memprediksi kebangkrutan, serta formula Z-Score hanya dapat memprediksi apakah suatu perusahaan akan bangkrut tetapi tidak bisa menentukan apakah perusahaan benar-benar akan bangkrut di masa depan (Machfudz, 2017).