

MENGUKUR KINERJA DAN RISIKO KEUANGAN EMITEN BUMH SUBSEKTOR INDUSTRI FARMASI (F211)

Muhammad Iqbal¹⁾, Risye Rafani Caniago²⁾, dan Wisudanto³⁾

^{1,2}Magister Manajemen Teknologi, Institut Teknologi Sepuluh Nopember

³Manajemen, Universitas Airlangga

^{1,2}Jalan Cokroaminoto No. 12 A, Surabaya 60264

³Jalan Airlangga No. 4-6, Surabaya, 60285

E-mail: miqbal.telkom@gmail.com¹⁾, risye.caniago@gmail.com²⁾, wisudanto@feb.unair.ac.id³⁾

ABSTRAK

Pembentukan *holding* BUMH farmasi merupakan strategi restrukturisasi dari Kementerian BUMH untuk meningkatkan kinerja BUMH farmasi agar lebih optimal. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk melakukan analisis kinerja keuangan dan risiko keuangan emiten BUMH subsektor industri farmasi (F211) yakni PT Kimia Farma Tbk (KAEF) dengan PT Indofarma Tbk (INAF) antara sebelum dan sesudah pembentukan *holding*. Parameter kinerja keuangan yang digunakan dalam penelitian ini antara lain: rasio likuiditas, rasio profitabilitas, rasio *leverage*, dan rasio aktivitas. Untuk mengukur risiko keuangan perusahaan digunakan model *Altman Z-Score*. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan analisis komparatif atau uji beda yakni uji *Paired Samples T-Test* untuk data yang berdistribusi normal dan *Wilcoxon Signed Rank Test* untuk data yang tidak berdistribusi normal. Penulis memperoleh hasil bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada kinerja keuangan PT Kimia Farma Tbk dengan PT Indofarma Tbk antara sebelum dan sesudah pembentukan *holding* diukur dari rasio likuiditas, rasio profitabilitas (ROA dan ROE), rasio *leverage*, dan rasio aktivitas. Kinerja keuangan kedua perusahaan tersebut menunjukkan tren negatif atau penurunan sesudah *holding* terbentuk. Perbedaan signifikan hanya terjadi pada rasio profitabilitas variabel *Net Profit Margin* (NPM). Risiko keuangan yang diukur menggunakan *Altman Z-Score* juga menunjukkan tren negatif atau peningkatan risiko namun tidak secara signifikan sesudah pembentukan *holding*. Penurunan nilai *Z'-Score* menyebabkan PT Kimia Farma dengan PT Indofarma masuk dalam kategori perusahaan tidak sehat yang berpotensi mengalami kebangkrutan.

Kata Kunci: *Altman Z-Score, Farmasi, Holding BUMH, Rasio Keuangan, Risiko Keuangan*

1. PENDAHULUAN

Berdasarkan Undang-Undang Republik Indonesia No. 19 (2003) tentang BUMH, BUMH (Badan Usaha Milik Negara) adalah badan usaha yang seluruh atau sebagian besar modalnya dimiliki oleh negara melalui penyertaan secara langsung yang berasal dari kekayaan negara yang dipisahkan. Badan Usaha Milik Negara terdiri dari dua bentuk, yaitu badan usaha perseroan (persero) dan badan usaha umum atau perusahaan umum (perum). Perbedaan antara bentuk BUMH Persero dan Perum terletak pada persentase kepemilikan modal perusahaan oleh Negara Republik Indonesia. Pada BUMH Persero, modal dimiliki seluruhnya atau sedikitnya 51% sahamnya dimiliki oleh negara, sedangkan pada BUMH Perum seluruh modalnya dimiliki oleh negara dan tidak terbagi atas saham.

Dalam mendukung tugas dan fungsi BUMH agar lebih optimal, perlu dilakukan upaya serta strategi untuk meningkatkan kinerja BUMH. Terdapat beberapa cara yang dapat dilakukan untuk meningkatkan kinerja BUMH, seperti melalui privatisasi, restrukturisasi, dan profitabilitas. Salah satu metode restrukturisasi yang sedang gencar dilakukan oleh BUMH adalah *holding company* atau lebih dikenal dengan istilah *holding BUMH*. *Holding BUMH* merupakan istilah lain dari induk perusahaan BUMH (*holding company* atau *parent*

company) yang memiliki sebagian besar saham atau mengendalikan beberapa perusahaan lain yang merupakan anak perusahaan BUMH, (*subsidiary company*) dalam suatu grup perusahaan (*group company*). Berdasarkan Pasal 1 angka 2 Permen BUMH tahun (2022) No. PER-04/MBU/06/2022, Anak Perusahaan BUMH adalah PT yang sebagian besar sahamnya dimiliki oleh BUMH atau PT yang dikendalikan BUMH.

Salah satu *holding* BUMH yang telah dibentuk adalah *Holding Farmasi* pada Januari 2020 dengan Induk *Holding* adalah PT Bio Farma beranggotakan PT Kimia Farma (Persero) Tbk dan PT Indofarma (Persero) Tbk. Berdasarkan PP Nomor 76 tahun (2019) tentang Penambahan Penyertaan Modal Negara Republik Indonesia ke dalam Modal Saham Perusahaan Perseroan (Persero), PT Bio Farma perlu memperkuat sumber pembiayaan dan melakukan peningkatan usaha untuk mendukung kinerja BUMH Farmasi. Pembentukan *holding* BUMH farmasi bertujuan untuk memperkuat kemandirian farmasi nasional yang setiap anggota dari *holding* BUMH farmasi memiliki fokus tersendiri pada setiap bidangnya.

PT Bio Farma sebagai induk *holding* akan fokus pada bidang bioteknologi khususnya vaksin dan antisera, Kimia Farma akan fokus pada chemical dan Indofarma

akan fokus pada bidang herbal dan alat-alat kesehatan. Pada saat pandemi COVID-19, sektor kesehatan yakni industri farmasi merupakan salah satu industri yang menunjukkan pertumbuhan bisnis positif saat industri lainnya tumbang atau merugi. Munculnya pandemi Covid-19 berdampak pada seluruh aspek kehidupan manusia, baik bagi kehidupan setiap individu maupun kehidupan sosial dalam masyarakat (Wisudanto dkk., 2023). Salah satu yang berdampak adalah kinerja keuangan suatu perusahaan yang dapat dilihat melalui portofolio. Portofolio merupakan kumpulan aset yang dimiliki oleh para investor. Berisi berbagai macam aset atau saham yang telah ditanamkan oleh investor dan menggambarkan tujuan dan goal yang akan dituju (Luthfi & Wisudanto, 2021). Pada penelitian (Kurniati dkk., 2022) terkait "Analisis Kinerja Keuangan PT Kimia Farma Tbk dengan PT Indofarma Tbk Sebelum Pandemi dan Pada Saat Pandemi Covid-19", diperoleh kesimpulan bahwa kinerja PT Kimia Farma Tbk dan PT Indofarma Tbk menunjukkan kinerja keuangan yang lebih baik pada saat pandemi berlangsung dibandingkan sebelum pandemi dilihat dari rasio solvabilitas dan ratio profitabilitas. Berdasarkan daftar perusahaan tercatat / emiten saham Bursa Efek Indonesia (BEI), anggota *holding* farmasi yakni PT Kimia Farma Tbk dan PT Indofarma Tbk tercatat sebagai emiten saham pada industri *Healthcare* (IDXHEALTH) subsektor industri *Pharmaceuticals* / farmasi (F211). PT Kimia Farma Tbk melakukan *Initial Public Offering* (IPO) pada tanggal 4 Juli 2021 dengan kode saham KAEF dan PT Indofarma Tbk melakukan IPO pada 17 April 2001 dengan kode saham INAF.

Holding BUMN diharapkan dapat meningkatkan kinerja perusahaan, pendapatan pajak, dan dividen bagi negara (Utoyo, 2019). Akuisisi merupakan sebuah upaya perusahaan untuk meningkatkan kinerja atau menghindari ancaman kebangkrutan dengan memindahkan kepemilikan perusahaan atau aset, namun perusahaan yang dibeli tetap ada (Munawaroh dkk., 2022). Sukses tidaknya merger dan akuisisi dapat dinilai dari kinerja keuangan dua perusahaan setelah pelaksanaan merger dan akuisisi (Yazar Soyadi, 2019) Kinerja keuangan merupakan prestasi manajemen dalam mencapai tujuan perusahaan dan menghasilkan keuntungan. Kinerja keuangan suatu perusahaan dapat diukur menggunakan parameter rasio keuangan. Rasio keuangan adalah indikator yang sangat berguna untuk mengukur kinerja bisnis dan kesehatan finansial suatu perusahaan. Manajemen menggunakan analisis rasio keuangan sebagai alat ukur untuk mengevaluasi kinerja perusahaan, deteksi dini tanda-tanda kebangkrutan, dan melakukan perbaikan sehingga perusahaan dapat menghindari *financial distress*. Salah satu model yang dapat digunakan untuk mengukur risiko keuangan perusahaan dengan tingkat akurasi yang relatif bisa dipercaya yaitu *Altman Z-Score* (Ulum & Yudanto, 2022)

Pada tahun 1993, Altman mengembangkan variasi Model Z untuk perusahaan milik pribadi (*Z''-Score Model*) dan untuk industri selain manufaktur (*Z''-Score Model*) dengan persamaan sistem model (1).

Score Model) dan untuk industri selain manufaktur (*Z''-Score Model*) dengan persamaan sistem model (1).

$$Z = 6.51X_1 + 3.26X_2 + 6.72X_3 + 1.05X_4 \quad (1)$$

Diketahui Z (1) adalah indeks kesehatan keuangan perusahaan, yang merupakan hasil penjumlahan dari X_1 (modal kerja dibagi total aset), X_2 (laba ditahan dibagi total aset), X_3 (laba bersih sebelum beban bunga dan pajak dibagi total aset), dan X_4 (nilai buku ekuitas dibagi nilai buku total utang) yang masing-masing telah dikalikan dengan konstanta tetap.

Modal kerja diperoleh dengan cara pengurangan aset lancar dengan kewajiban lancar. Berdasarkan indeks yang dihasilkan, Altman membagi kondisi keuangan perusahaan dalam tiga kategori:

$Z > 2.6$: sehat (tidak bangkrut)

$1.1 \leq Z \leq 2.6$: *gray area*

$Z < 1.1$: tidak sehat (bangkrut)

(Ulum & Yudanto, 2022)

Variabel dalam rasio keuangan yang dapat digunakan untuk melakukan analisa kinerja keuangan antara lain: likuiditas, profitabilitas, aktivitas, dan *leverage* (Fanalisa & Juwita, 2022)

Likuiditas mengukur kemampuan perusahaan melunasi kewajiban jangka pendeknya. Semakin besar likuiditas, menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kebutuhan operasional, terutama modal kerja. Likuiditas perusahaan dapat diukur menggunakan *Current Ratio* (CR) dan *Quick Ratio* (QR) (Listyarini dkk., 2021). *Current Ratio* (CR) yang tinggi meningkatkan kepercayaan investor untuk menanamkan modalnya pada perusahaan (Masrizal dkk., 2020). QR adalah rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban utang jangka pendeknya dengan *current assets* tanpa memperhitungkan persediaan dibandingkan dengan *current debt* suatu perusahaan (Kumoro dkk., 2020)

Profitabilitas mengukur kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dengan sumber daya pada satu periode tertentu. Profitabilitas perusahaan dapat diukur menggunakan margin laba atau *Net Profit Margin* (NPM), pengembalian atas aset atau *Return On Asset* (ROA), dan pengembalian atas ekuitas atau *Return On Equity* (ROE) (Wardhany dkk., 2019).

Leverage mengukur seberapa besar aset perusahaan dibiayai dengan hutang. *Leverage* juga merupakan ratio ukuran besarnya jumlah utang yang digunakan perusahaan untuk membiayai kegiatan usahanya jika dibandingkan dengan menggunakan modal sendiri. *Leverage* dapat diukur menggunakan *Debt to Equity Ratio* (DER) dan *Debt to Assets Ratio* (DAR). *Debt to Equity Ratio* (DER) merupakan salah satu rasio *leverage* atau solvabilitas. Rasio solvabilitas merupakan rasio untuk mengetahui kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban jika perusahaan likuidasi (Masrizal dkk., 2020).

Rasio Aktivitas atau sering juga disebut dengan Rasio Efisiensi adalah jenis analisis Rasio Keuangan yang mengukur seberapa efektif perusahaan memanfaatkan aset mereka untuk menghasilkan pendapatan (Pangestu & Sunarsih, 2020) Hal tersebut merupakan kunci kelancaran operasional dan kesehatan fiskal perusahaan secara keseluruhan. Rasio aktivitas dapat diukur dengan menggunakan *Total Asset Turnover* (TATO). Total Assets Turnover (TATO) merupakan salah satu rasio perputaran aktivitas yang mengukur perputaran total aset dalam suatu perusahaan (Nurlaela dkk., 2019)

Strategi restrukturisasi berupa *holding* dan *merger* telah banyak diterapkan pada beberapa perusahaan besar Indonesia. Terdapat beberapa penelitian sebelumnya yang mengangkat topik terkait pengaruh *holding* BUMN terhadap kinerja BUMN. Pada penelitian Sumarna & Solikin (2018) yang berjudul “Pengaruh Restrukturisasi melalui Pembentukan *holding* BUMN terhadap Kinerja Keuangan BUMN”, pembentukan *holding* pada PT Semen Indonesia, PT Pupuk Indonesia, Perum Perhutani, dan PT Perkebunan Nusantara III dengan periode jangka pendek tahun 2007 hingga 2016 menunjukkan terjadinya penurunan pada profitabilitas, *leverage*, dan likuiditas, namun hanya dapat ditunjukkan dengan model yang terbatas dan dalam jangka waktu singkat. Analisis tersebut dilakukan dengan cara melakukan pembuktian empiris pengaruh restrukturisasi BUMN terhadap kinerja keuangan dengan objek empat BUMN.

Utoyo (2019) dalam penelitiannya yang berjudul “Apakah Pembentukan *holding* Meningkatkan Kinerja Perusahaan? Analisis Beda Kinerja Anak Perusahaan ABC BUMN *holding* Sebelum dan Setelah Holdingisasi dan Faktor yang Mempengaruhinya” melakukan analisis kinerja dengan metode statistika *non parametric* dan didukung diskusi dengan pakar. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa kinerja keuangan anak perusahaan setelah *holding* menjadi lebih buruk daripada sebelum *holding*. Hasil tersebut disebabkan oleh adanya utang yang terjadi sebelum *holding* dan perlu untuk dilakukan restrukturisasi.

Linda & Hermuningsih (2023) melakukan penelitian terkait beda kinerja keuangan PT Kimia Farma (Persero) Tbk sebelum dan sesudah menjadi anggota *holding* BUMN Farmasi selama periode tahun 2017-2021 melalui tinjauan kinerja keuangan dan analisis rasio. Penelitian tersebut menggunakan uji *parametric Paired Samples T-Test* untuk membandingkan pengaruh signifikan rasio keuangan perusahaan pada saat sebelum dan sesudah menjadi anggota *holding*. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa kinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah menjadi anggota *holding* tidak terjadi perubahan yang signifikan.

Penelitian sebelumnya secara umum menganalisis beda kinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah *holding*, sedangkan analisis risiko keuangan dan potensi kebangkrutan masih sangat terbatas. Oleh karena itu, melalui penelitian ini penulis tertarik untuk menganalisis kinerja keuangan diukur berdasarkan rasio keuangan:

likuiditas, profitabilitas, solvabilitas, dan *leverage* dan analisis risiko keuangan berupa potensi kebangkrutan yang diukur menggunakan *Altman Z-Score*. Hasil akhir yang diharapkan adalah dapat diketahui kinerja sekaligus risiko keuangan perusahaan BUMN farmasi (PT Kimia Farma Tbk dan PT Indofarma Tbk) sebelum dan sesudah *holding*.

2. RUANG LINGKUP

Ruang lingkup dari penelitian ini adalah membandingkan kinerja keuangan dan risiko keuangan emiten BUMN farmasi yakni PT Kimia Farma Tbk dan PT Indofarma Tbk antara sebelum dan sesudah pembentukan *holding* farmasi. Kedua perusahaan ini merupakan anggota *holding* BUMN farmasi yang tercatat sahamnya pada BEI dan *website* IDX.

Parameter kinerja keuangan yang digunakan dalam penelitian ini, antara lain: rasio likuiditas, rasio profitabilitas, rasio *leverage*, dan rasio aktivitas. Untuk mengukur tingkat risiko keuangan digunakan model *Altman Z-Score*. Data set yang digunakan berjumlah 128 data yang diperoleh dari laporan keuangan dan laporan tahunan (*annual report*) kedua perusahaan selama periode 2016 hingga 2023.

3. BAHAN DAN METODE

Pada bagian ini akan dijelaskan bahan dan metode apa saja yang akan digunakan dalam penelitian ini:

3.1 Desain Penelitian

Beberapa tahapan yang dilakukan dalam penelitian ini, diantaranya:

1. Melakukan penelaahan literatur
2. Menentukan cakupan masalah, batasan penelitian dan rencana hasil yang didapatkan
3. Menentukan metode analisis data
4. Melakukan analisa data dan penyajian hasil
5. Menyusun kesimpulan dan saran

3.2 Data Penelitian

Data yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari data kinerja keuangan dan risiko keuangan Kimia Farma dan Indofarma selama periode 2016 hingga 2023. Data kinerja keuangan perusahaan diukur menggunakan parameter: rasio likuiditas dengan variabel ukur yakni *Current Ratio* (CR) dan *Quick Ratio* (QR), rasio profitabilitas dengan variabel ukur yakni *Net Profit Margin* (NPM), *Return On Asset* (ROA), *Return On Equity* (ROE), rasio *leverage* dengan variabel ukur *Debt to Equity Ratio* (DER) dan *Debt to Assets Ratio* (DAR), dan rasio aktivitas dengan variabel ukur *Total Asset Turnover* (TAT). Data risiko perusahaan diukur menggunakan variabel *Z''-Score* pada model *Altman Z-Score*. Berdasarkan kebutuhan data variabel tersebut, diperoleh data set berjumlah 128 data yang diperoleh dari laporan keuangan dan laporan tahunan (*annual report*) kedua perusahaan selama periode 2016 hingga 2023.



3.3 Metode dan Analisis Data

Sebelum melakukan analisis komparatif atau uji beda, penulis melakukan pengujian terhadap normalisasi data yakni menggunakan Uji *Kolmogorov-Smirnov*. Jika distribusi data normal maka dilanjutkan dengan uji perbandingan atau uji beda menggunakan *Paired Samples T-Test*. Jika data terdistribusi tidak normal maka uji beda menggunakan uji *Wilcoxon Signed Rank Test*. Uji beda digunakan untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan signifikan kinerja keuangan dan risiko keuangan BUMN farmasi sebelum dan sesudah pembentukan *holding*. Penulis menggunakan bantuan *software* Minitab versi 21 untuk melakukan uji beda pada taraf signifikansi 5% ($\alpha = 0,05$) (Sihombing & Arsani, 2022).

3.3.1 Uji Normalitas

Uji Normalitas adalah sebuah uji yang dilakukan dengan tujuan untuk menilai sebaran data pada sebuah kelompok data atau variabel, apakah sebaran data tersebut terdistribusi normal ataukah tidak.

Uji Normalitas dilakukan karena pada uji beda *parametric* yang akan digunakan dalam penelitian ini yakni *Paired Samples T-Test* mensyaratkan bahwa data memiliki distribusi yang normal.

Hipotesis uji normalitas data adalah sebagai berikut:

H_0 : Data memiliki distribusi normal

H_1 : Data memiliki distribusi tidak normal

Dengan demikian, normalitas dipenuhi jika hasil uji tidak signifikan untuk suatu taraf signifikansi tertentu. Kesimpulan tersebut diperoleh saat keputusan uji menghasilkan keputusan Tak Tolak H_0 yakni jika nilai signifikansi atau *P-Value* lebih besar daripada taraf signifikansi 5% ($\alpha = 0,05$) (Sihombing & Arsani, 2022). Pengujian normalitas data dilakukan pada semua variabel parameter kinerja keuangan dan risiko keuangan. Hasil Uji Normalitas data disajikan dalam Tabel 1.

Tabel 1. Uji Normalitas

Variabel	<i>P-Value</i>	Kesimpulan
Rasio Likuiditas		
CR	0,028	Tolak H_0
QR	0,106	Tak Tolak H_0
Rasio Profitabilitas		
NPM	<0.010	Tolak H_0
ROE	<0.010	Tolak H_0
ROA	<0.010	Tolak H_0
Rasio Leverage		
DER	<0.010	Tolak H_0
DAR	>0.150	Tak Tolak H_0
Rasio Aktivitas		
TAT	>0.150	Tak Tolak H_0
Risiko Keuangan		
<i>Z''-Score</i>	<0,010	Tolak H_0

3.3.2 Uji Paired Samples T-Test

Uji beda, uji *Paired Samples T-Test* dilakukan pada variabel QR, DAR, dan TAT karena data pada variabel tersebut terdistribusi normal. Hasil uji *Paired Samples T-Test* pada variabel QR, DAR, TAT disajikan pada Tabel 2.

Tabel 2. Uji Paired Samples T-Test Variabel QR, DAR, TAT

	<i>Mean (Pre-Post)</i>	<i>Std. divabation</i>	t	<i>P-Value</i>
QR	-0,245	0,491	-1,41	0,201
DAR	-0,201	0,3	-1,41	0,101
TATO	-0,253	0,33	-1,41	0,066

Hipotesis uji beda yang digunakan yakni:

H_0 : Tidak terdapat perbedaan nilai pada variabel antara sebelum dan sesudah pembentukan *holding* BUMN farmasi.

H_1 : Terdapat perbedaan nilai pada variabel antara sebelum dan sesudah pembentukan *holding* BUMN farmasi.

Hasil uji *Paired Samples T-Test* pada Tabel 2, diperoleh nilai signifikansi atau *P-Value* QR sebesar 0,201 ($0,201 > 0,05$), DAR sebesar 0,101 ($0,101 > 0,05$), dan TATO sebesar 0,066 ($0,066 > 0,05$). Nilai signifikansi ketiga variabel tersebut lebih besar dari 0,05, maka keputusan tak tolak H_0 sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada nilai QR, DAR, dan TAT kedua BUMN farmasi, PT Kimia Farma dan PT Indofarma, sesudah pembentukan *holding*.

3.3.3 Uji Wilcoxon Signed Rank Test

Uji *Wilcoxon Signed Rank Test* dilakukan pada variabel CR, NPM, ROE, ROA, dan DER karena data tidak terdistribusi normal. Hasil uji beda pada Tabel 3, diperoleh nilai signifikan atau *P-Value* CR sebesar 0,141 ($0,141 > 0,05$), NPM sebesar 0,042 ($0,042 < 0,05$), ROE sebesar 0,363 ($0,363 > 0,05$), ROA sebesar 0,080 ($0,080 > 0,05$), DER sebesar 0,624 ($0,624 > 0,05$), dan *Z''-Score* sebesar 0,107 ($0,107 > 0,05$). Nilai signifikansi variabel CR, ROE, ROA, DER, dan *Z''-Score* lebih besar dari 0,05, maka keputusan tak tolak H_0 sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada kelima variabel tersebut sesudah pembentukan *holding*. Perbedaan nilai secara signifikan antara sebelum dan sesudah pembentukan *holding* hanya terdapat pada *profit margin* atau variabel NPM.

Tabel 3. Uji Wilcoxon Signed Rank Test Variabel CR, NPM, ROE, ROA, DER, Z''-Score

	Positive Ranks	Negative Ranks	Wilcoxon Statistics	P-Value
CR _{post} -CR _{pra}	2	6	7	0,141
NPM _{post} -NPM _{pra}	2	6	3	0,042*
ROE _{post} -ROE _{pra}	3	5	11	0,363
ROA _{post} -ROA _{pra}	2	6	5	0,08
DER _{post} -DER _{pra}	5	3	22	0,624
Z''-Score	3	5	6	0,107

*) Data berbeda secara signifikan

4. PEMBAHASAN

Berikut ini akan dijelaskan mengenai hasil analisa komparatif atau uji beda terhadap kinerja keuangan dan risiko keuangan PT Kimia Farma dan PT Indofarma antara sebelum dan sesudah pembentukan holding.

4.1 Analisis Rasio Likuiditas

Pada Tabel 3, dapat diketahui bahwa terdapat enam periode menunjukkan hasil *negative ranks* yang berarti bahwa nilai CR sesudah *holding* lebih rendah daripada nilai CR sebelum *holding*. Dua periode lainnya menunjukkan hasil *positive ranks* yang bermakna nilai CR sesudah *holding* lebih tinggi daripada sebelum *holding*. Hasil ini didukung dengan hasil uji *Wilcoxon Signed Rank Test* yang menyimpulkan bahwa terdapat penurunan nilai CR pada BUMN farmasi setelah *holding* namun tidak secara signifikan.

Uji *Paired Samples T-Test* terhadap variabel QR, diperoleh hasil yang sama dengan variabel CR yakni terdapat penurunan nilai QR pada BUMN farmasi setelah *holding* namun tidak secara signifikan.

Hasil uji beda pada variabel *Current Ratio* (CR) dan *Quick Ratio* (QR) dapat diketahui bahwa rasio likuiditas pada BUMN farmasi setelah pembentukan *holding* mengalami penurunan namun tidak signifikan. Pada penelitian Sumarna & Solikin (2018) terkait kinerja keuangan empat BUMN yang berbentuk *holding*, yakni PT Semen Indonesia, PT Pupuk Indonesia, Perum Perhutani, dan PT Perkebunan Nusantara III ditunjukkan bahwa keempat BUMN tersebut mengalami mengalami penurunan likuiditas setelah berubah menjadi *holding*. Penurunan rasio likuiditas juga terjadi pada *holding* BUMN Migas (Ulum & Yudanto, 2022) yakni *Current Ratio* (CR) dan *Quick Ratio* (QR) sesudah *holding* lebih rendah dibandingkan dengan sebelum *holding* terbentuk, namun penurunan tidak signifikan.

Penurunan likuiditas perusahaan tidak terlepas dari keuntungan konsolidasi perusahaan yang belum menunjukkan peningkatan yang signifikan. *Income flow* perusahaan yang cenderung tidak meningkat memengaruhi ketersediaan kas untuk memenuhi utang (liabilitas) jangka pendek. Di lain pihak, strategi *holding* merupakan strategi jangka panjang yang diharapkan dapat meningkatkan efisiensi, *income flow*, serta penurunan biaya perusahaan melalui sinergi antar BUMN yang bergerak pada subsektor industri yang sama.

4.2 Analisis Rasio Profitabilitas

Tabel 3 menunjukkan hasil uji beda, uji *Wilcoxon Signed Rank Test*, terhadap tiga variabel rasio profitabilitas yakni ROE, ROA, dan NPM. Pada ketiga variabel tersebut, dapat ditunjukkan bahwa nilai ROE, ROA, dan NPM emiten BUMN farmasi sesudah *holding* lebih rendah daripada sebelum *holding*, hal ini dapat dilihat dari jumlah periode *negative ranks* yang lebih besar daripada *positive ranks*. Penurunan nilai terhadap ketiga variabel rasio profitabilitas terjadi secara signifikan hanya pada variabel NPM. Sedangkan pada variabel ROE dan ROA terjadi penurunan nilai sesudah *holding* dibandingkan sebelum *holding* namun tidak secara signifikan. Penurunan terhadap rasio profitabilitas akibat pembentukan *holding* juga terjadi pada *holding* BUMN Migas yakni Pertamina dan PGN (Ulum & Yudanto, 2022)

Penurunan NPM (*Net Profit Margin*) terjadi secara konsisten baik pada PT Kimia Farma maupun PT Indofarma. Nilai rata-rata *profit margin* pada PT Kimia Farma sebesar 2,03% lebih besar dari pada nilai rata-rata *profit margin* PT Indofarma yakni sebesar -8,13%. PT Indofarma mencatatkan kerugian terbesar pada tahun 2022 dengan NPM sebesar -37,45%.

Dilihat dari nilai rata-rata ROE dan ROA, dapat diketahui bahwa penurunan nilai ROE dan ROA PT Kimia Farma lebih baik dibandingkan PT Indofarma. Nilai rata-rata ROE PT Kimia Farma sebesar 4,63% lebih besar daripada ROE PT Indofarma sebesar -20,81% atau dengan kata lain PT Kimia Farma lebih baik dalam tingkat pengembalian modal perusahaan dibandingkan PT Indofarma. Nilai rata-rata ROA PT Kimia Farma sebesar 1,98% lebih besar daripada ROE PT Indofarma sebesar -5,55% atau dengan kata lain manajemen PT Kimia Farma lebih efektif dalam menggunakan asetnya untuk menghasilkan laba atau keuntungan dibandingkan PT Indofarma.

Perlunya waktu yang relatif panjang untuk memetik manfaat dari merger disampaikan oleh Sumarna & Solikin (2018) yaitu efisiensi penggunaan sumber daya dapat dilakukan dalam jangka yang relatif panjang. Diperlukan waktu yang panjang untuk melihat dampak positif dari merger berupa peningkatan cash flow, penambahan diversifikasi usaha, serta peningkatan efisiensi dalam bentuk penurunan biaya perusahaan.

4.3 Analisis Rasio Leverage

Hasil uji *Wilcoxon Signed Rank Test* pada Tabel 3, dapat ditunjukkan bahwa terdapat lima periode dengan hasil *positive ranks* atau bermakna bahwa nilai DER sesudah *holding* lebih tinggi daripada nilai DER sebelum *holding*. Tiga periode lainnya menunjukkan hasil *negative ranks* yang artinya nilai DER sesudah *holding* lebih rendah daripada sebelum *holding*. Hasil pengujian juga menyimpulkan bahwa terdapat perbedaan nilai DER pada BUMN farmasi setelah *holding* namun tidak secara signifikan.

Nilai DER PT Kimia Farma dari periode 2016 hingga 2023 terkategori sangat baik dalam mengelola kewajiban atau hutang. Hal tersebut ditunjukkan dengan *trend* penurunan DER secara konsisten setiap tahun dan jika dilakukan rerata sejak 8 tahun terakhir, nilai rerata DER sebesar 134,29%. Hal tersebut berbanding terbalik dengan PT Indofarma yang justru setiap tahunnya sejak 2019 hingga 2022 mengalami kenaikan yang cukup tinggi dan jika dilihat dari nilai rerata mencapai angka 423,68%. Dari data tersebut dapat kita diambil simpulan bahwa dalam hal pemenuhan kewajibannya perusahaan, PT Kimia Farma lebih unggul daripada PT Indofarma. Dalam aktivitas operasional, PT Kimia Farma menggunakan dana pemegang saham dengan porsi lebih besar daripada pinjaman dari luar. Sehingga dapat disimpulkan bahwa PT Kimia Farma, Tbk lebih mampu mengelola modal perusahaan sendiri untuk memenuhi seluruh kewajibannya.

Uji *Paired Samples T-Test* pada variabel DAR mendapatkan kesimpulan bahwa terdapat perbedaan nilai DAR pada BUMN farmasi setelah *holding* namun tidak secara signifikan. Nilai rata-rata variabel DAR pada PT Kimia Farma sebesar 176,36% lebih besar dari pada nilai rata-rata DAR PT Indofarma sebesar 138,10%. Nilai DAR yang tinggi dapat digunakan sebagai indikator bahwa sebagian besar dari total aset perusahaan dilakukan pendanaan oleh hutang. Ini mengindikasikan bahwa perusahaan memiliki tingkat ketergantungan yang tinggi pada utang untuk mendanai operasinya atau untuk memperluas bisnis. Hasil ini menunjukkan bahwa PT Kimia Farma memiliki risiko keuangan yang lebih tinggi dari pada PT Indofarma, karena harus membayar bunga yang lebih besar dan memiliki lebih sedikit fleksibilitas keuangan.

4.4 Analisis Rasio Aktivitas

Uji *Paired Samples T-Test* pada variabel TAT memperoleh kesimpulan bahwa terdapat penurunan nilai TAT pada BUMN farmasi setelah *holding* namun tidak secara signifikan. *Total Asset Turnover* (TAT) mengukur seberapa efektivitas dan efisien perusahaan memanfaatkan aset untuk menghasilkan pendapatan dan keuntungan. Hal tersebut merupakan kunci kelancaran operasional dan kesehatan fiskal perusahaan secara keseluruhan. Nilai rata-rata variabel TAT pada PT Kimia Farma sebesar 68,78% lebih kecil daripada nilai rata-rata TAT PT Indofarma sebesar 99,03%. Hasil ini

menunjukkan bahwa PT Indofarma lebih baik dalam pengoptimalan asetnya dalam menghasilkan pendapatan usaha dibandingkan PT Kimia Farma.

4.5 Analisis Risiko Kebangkrutan

Hasil uji *Wilcoxon Signed Rank Test* pada Tabel 3, dapat diketahui bahwa terdapat lima periode menunjukkan hasil *negative ranks* yang berarti bahwa nilai *Z''-Score* sesudah *holding* lebih rendah daripada sebelum *holding*. Hal tersebut diperkuat dengan hasil uji beda yang menyimpulkan bahwa terdapat penurunan nilai *Z''-Score* terhadap emiten BUMN farmasi setelah *holding* namun tidak secara signifikan.

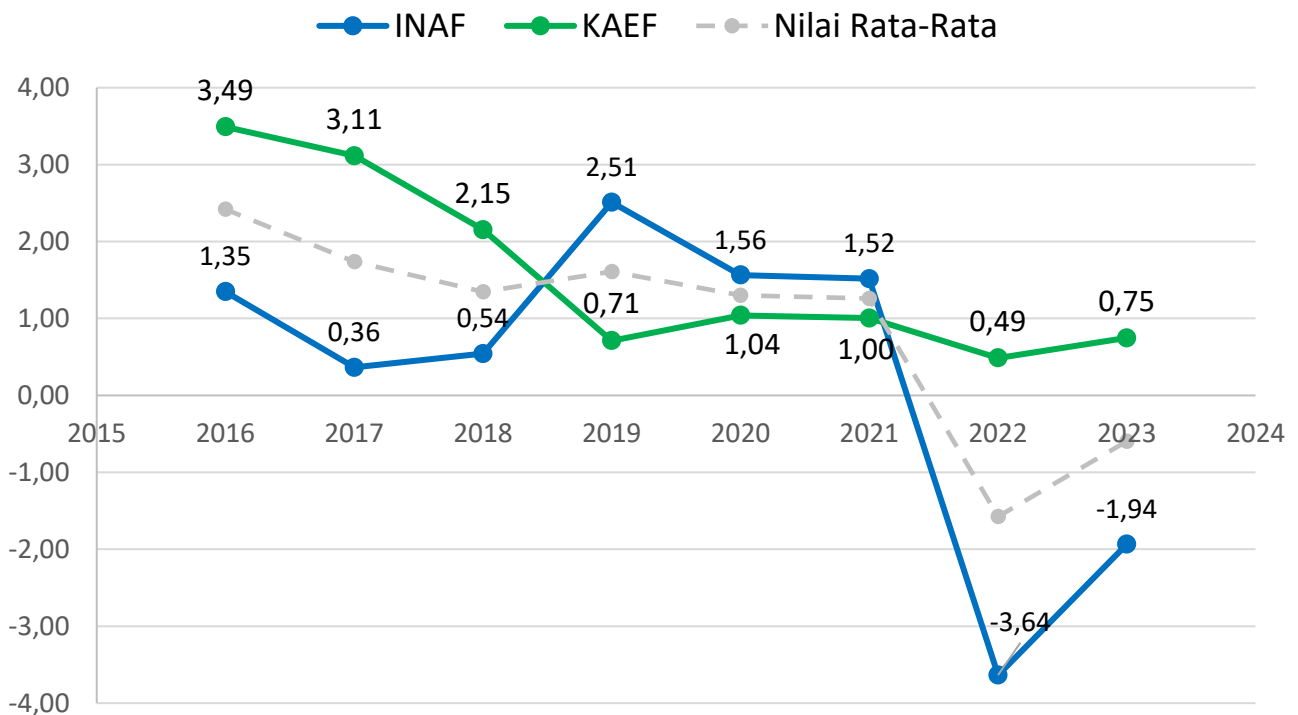
Kinerja dan risiko merupakan dua hal saling bertolak belakang. Perusahaan dengan kinerja yang baik akan memiliki risiko gagal bisnis lebih rendah, sebaliknya apabila kinerja memburuk maka perusahaan tersebut harus mempersiapkan diri menghadapi risiko gagal bisnis yang lebih besar. Tiga tahun setelah pembentukan *holding*, yakni periode 2021-2023 terjadi penurunan pada sebagian besar rasio keuangan yang menandakan bahwa kinerja BUMN farmasi belum menunjukkan hasil yang optimal.

PT Kimia Farma (KAEF) sebagai anggota *holding* farmasi memiliki tren *Z''-Score* yang cenderung menurun terhitung dari periode 2017 hingga 2023. Tercatat hanya pada periode 2016 dan 2017 PT Kimia Farma masuk dalam kategori perusahaan sehat (*non-bankrupt*) dengan *Z''-Score* 3,49 pada 2016 dan 3,11 pada 2017 ($Z''-Score > 2,6$). Pada periode 2017 kinerja PT Kimia Farma mengalami penurunan sehingga masuk dalam kategori *gray area* dengan *Z''-Score* sebesar 2,15 ($1,1 \leq Z''-Score \leq 2,6$). Kinerja PT Kimia Farma justru semakin menunjukkan tren *negatif* yakni semenjak 2018 hingga 2023 PT Kimia Farma masuk dalam kategori perusahaan tidak sehat dan berpotensi bangkrut. Pembentukan *holding* pada Januari 2020 juga belum efektif dalam memperbaiki status perusahaan yang masih terkategori sebagai perusahaan tidak sehat (bangkrut). Pandemi COVID-19 yang melanda Indonesia pada periode 2020 dan 2021 cukup berpengaruh positif terhadap peningkatan nilai *Z''-Score* (*Z''-Score* 1,04 pada periode 2020 dan *Z''-Score* 1,00 pada periode 2021) PT Kimia Farma, namun hal tersebut tidak cukup efektif dalam memperbaiki status perusahaan yang masih berada pada status tidak sehat (bangkrut).

Gambar 1. Grafik Perubahan Nilai *Z''-Score* BUMN Farmasi Tahun 2016-2023, PT Indofarma (INAF) juga memiliki tren *Z''-Score* yang cenderung menurun terhitung dari sejak periode 2019 hingga 2022. Selama kurun periode 2016 hingga 2023, PT Indofarma belum pernah masuk dalam kategori sebagai perusahaan sehat (*non-bankrupt*). Pada periode 2016, 2019, 2020, dan 2021 PT Indofarma masuk dalam kategori *gray area* dengan *Z''-Score* sebesar 2,15 pada 2016, 2,51 pada 2019, 1,56 pada 2020, dan 1,52 pada 2021 ($1,1 \leq Z''-Score \leq 2,6$). Pembentukan *holding* pada Januari 2020 juga belum efektif dalam memperbaiki status perusahaan yang masih

masuk kategori sebagai perusahaan tidak sehat dan berpotensi mengalami kebangkrutan. Dampak pandemi COVID-19 juga tidak berpengaruh cukup positif terhadap peningkatan nilai Z'' -Score dan justru terjadi penurunan nilai yakni Z'' -Score 1,04 pada 2020, turun 0,04 menjadi 1,00 pada 2021. Pada periode 2022 dan 2023, nilai Z'' -

Score PT Indofarma mengalami penurunan sangat tajam hingga menyentuh nilai negatif yakni -3,64 pada 2022 dan -1,94 pada 2023.



Gambar 1. Grafik Perubahan Nilai Z'' -Score BUMN Farmasi Tahun 2016-2023

Mengutip laporan keuangannya, PT Indofarma Tbk (INAF) mencatat kenaikan rugi bersih pada 2022 menjadi Rp 428 miliar dibandingkan tahun 2021 sebesar Rp 37 miliar. Selain INAF, PT Kimia Farma Tbk (KAEF) juga menderita kerugian sebesar Rp 170,04 miliar pada tahun 2022. Angka rugi bersih KAEF ini memburuk dibanding tahun 2021 yang masih membukukan laba bersih sebesar Rp 302,27 miliar. Analisis Investindo Nusantara Sekuritas Pandhu Dewanto (2023) menilai penyebab utama kenaikan rugi emiten farmasi BUMN karena berakhirnya masa pandemi, sehingga permintaan obat menurun secara signifikan. Pada masa pandemi pemerintah banyak membagikan obat kepada masyarakat, termasuk yang gejala ringan pun mendapat bantuan obat yang cukup banyak. Para produsen obat terutama BUMN seperti KAEF dan INAF tentu menjadi salah satu yang kebanjiran order, sehingga ketika pandemi berlalu sulit untuk mempertahankan kinerja. Kemudian faktor kenaikan bahan baku juga menjadi *sentiment negative* lain, yang menggerus *profit margin* para emiten. Faktor lain yakni nilai kurs rupiah yang lebih melemah terhadap

kurs dollar US menambah beban karena sebagian bahan baku berasal dari impor.

5. KESIMPULAN

Pada analisis kinerja keuangan, tidak ditemukan adanya perbedaan yang signifikan antara sebelum dan sesudah pembentukan *holding* BUMN farmasi terhadap kinerja keuangan PT Kimia Farma Tbk (KAEF) dan PT Indofarma Tbk (INAF) diukur dari rasio likuiditas, rasio profitabilitas (ROA dan ROE), rasio *leverage*, dan rasio aktivitas. Perbedaan signifikan hanya terjadi pada variabel *Net Profit Margin* (NPM) pada rasio profitabilitas, yakni terjadi penurunan *profit margin* sesudah pembentukan *holding* dibandingkan sebelum *holding*.

Dari aspek likuiditas, variabel *Current Ratio* (QR) dan *Quick Ratio* (QR) sesudah pembentukan *holding* menunjukkan nilai yang lebih rendah daripada sebelum *holding* terbentuk, namun penurunan yang terjadi tidak signifikan. Dari sisi profitabilitas, penurunan *Net Profit Margin* (NPM) pada kinerja *holding* BUMN farmasi terjadi secara signifikan dan konsisten baik pada PT Kimia Farma maupun PT Indofarma. Pada variabel *Return on Aset* (ROA) dan *Return on Equity* (ROE) juga

menunjukkan tren negatif sesudah *holding* namun tidak secara signifikan. *Leverage* kinerja keuangan *holding* BUMN yakni variabel *Debt to Equity Ratio* (DER) dan *Debt to Assets Ratio* (DAR) juga mengalami penurunan nilai secara konsisten namun tidak signifikan sesudah *holding* BUMN terbentuk. Rasio aktivitas yang diukur menggunakan variabel *Total Asset Turnover* (TAT) juga menunjukkan tren negatif sesudah *holding* BUMN terbentuk namun tidak secara signifikan.

Risiko keuangan *holding* BUMN farmasi yang diukur menggunakan *Altman Z-Score* menunjukkan adanya peningkatan risiko pada kedua BUMN farmasi yang ditandai dengan menurunnya nilai *Z''-Score*. Sesudah pembentukan *holding* BUMN farmasi, nilai *Z''-Score* baik PT Kimia Farma maupun PT Indofarma menunjukkan tren negatif atau penurunan nilai namun tidak secara signifikan. Penurunan nilai *Z''-Score* menyebabkan kedua BUMN farmasi masuk dalam kategori perusahaan tidak sehat yang berpotensi bangkrut. Penurunan tajam nilai *Z''-Score* terjadi pada PT Indofarma pada periode 2022 hingga menyentuh nilai -3,64.

Dari hasil tersebut dapat ditunjukkan bahwa pembentukan *holding* BUMN farmasi sampai saat ini belum memberikan dampak positif secara signifikan terhadap kinerja keuangan dan tingkat risiko keuangan PT Kimia Farma dan PT Indofarma. Restrukturisasi BUMN melalui pembentukan *holding* perlu dilakukan dengan perencanaan yang matang, terukur, dan kajian mitigasi risiko dengan mempertimbangkan banyak variabel terkait. *Holding* BUMN farmasi diharapkan dapat meningkatkan kinerja perusahaan, pendapatan pajak, dan dividen bagi negara. Untuk mencapai tujuan tersebut, BUMN harus meningkatkan produktivitas dan melakukan efisiensi melalui optimalisasi aset serta mempertahankan *leverage* pada tingkat tertentu untuk mempertahankan tingkat kinerja dan kesehatan keuangan perusahaan. Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan tambahan informasi dan referensi kepada pemangku kepentingan atau *stakeholder* terkait sebagai bahan evaluasi perbaikan kinerja keuangan PT Kimia Farma dan PT Indofarma.

6. SARAN

Penelitian ini berfokus pada *holding* BUMN farmasi dan emiten BUMN farmasi yang tercatat pada BEI yakni PT Kimia Farma Tbk dan PT Indofarma Tbk. Pada penelitian selanjutnya, ruang lingkup penelitian sebaiknya diperluas yakni melakukan perbandingan kinerja keuangan dan risiko keuangan antar *holding* BUMN agar analisis yang dihasilkan dapat lebih komprehensif dan dapat memberikan gambaran secara lengkap terkait efektivitas metode restrukturisasi melalui *holding* BUMN.

7. DAFTAR PUSTAKA

Fanalisa, F., & Juwita, H. A. J. (2022). Analisis Rasio Likuiditas, Aktivitas, Solvabilitas, dan Profitabilitas untuk Menilai Kinerja Keuangan. *Jurnal Management Risiko Dan Keuangan*, 1(4), 223–243.

- Indofarma. (2016-2023). *Laporan Keuangan Tahunan Indofarma*. Retrieved from <https://indofarma.id>
- Kimia Farma. (2016-2023). *Laporan Keuangan Tahunan Kimia Farma*. Retrieved from <https://www.kimiafarma.co.id>
- Kumoro, D. F. C., Novitasari, D., Yuwono, T., & Asbari, M. (2020). Analysis of the Effect of Quick Ratio (QR), Total Assets Turn Over (TATO), and Debt to Equity Ratio (DER) on Return on Equity (ROE) at PT. XYZ. *Journal of Industrial Engineering & Management Research*, 1(3), 166–183.
- Kurniati, E. R., Rudianti, W., & Nugroho, T. A. (2022). Analisis Kinerja Keuangan PT. Kimia Farma Tbk dengan PT. Indofarma Tbk Sebelum Pandemi dan Pada Saat Pandemi COVID-19. *Medikonis*, 13(1), 20–28.
- Linda, N., & Hermuningsih, S. (2023). Analisis Kinerja Keuangan Sebelum dan Sesudah Pembentukan Holding BUMN Farmasi pada PT Kimia Farma, Tbk dan PT Indofarma, Tbk. *CAPITAL: Jurnal Ekonomi dan Manajemen*, 6(2), 447. <https://doi.org/10.25273/capital.v6i2.14488>
- Listyarini, E., Hermuningsih, S., & Wiyono, G. (2021). Analisa Likuiditas, Solvabilitas, Profitabilitas dan Economic Value Added Terhadap Return Saham. *Sosiohumaniora: Jurnal Ilmiah Ilmu Sosial Dan Humaniora*, 7(2), 63–72.
- Luthfi, N. F., & Wisudanto, W. (2021). Penggunaan Holding Period Return pada Portofolio Saham dan Optimalisasinya Ditinjau dari Studi Literatur. *Jurnal Ipteks Terapan*, 15(4), 479–484.
- Masrizal, M., Widiastuti, T., Mawardi, I., & Wisudanto, W. (2020). Analysis of Return on Equity, Current Ratio and Debt to Equity Ratio on Islamic Stock Price Jakarta Islamic Index. Dalam *Advances in Business, Management and Entrepreneurship* (hlm. 314–317). CRC Press.
- Munawaroh, R. K., Marcellina, M., & Soeroto, W. M. (2022). Analisis Akuisisi PT Bank Royal Indonesia Oleh PT Bank Central Asia Tbk. *Sebatik*, 26(1), 17–25. <https://doi.org/10.46984/sebatik.v26i1.1838>
- Nurlaela, S., Mursito, B., Kustiyah, E., Istiqomah, I., & Hartono, S. (2019). Asset Turnover, Capital Structure and Financial Performance Consumption Industry Company in Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 9(3), 297.
- Pangestu, U. D., & Sunarsih, U. (2020). Analisis Pengaruh ROA, TATO, FATO Terhadap Tingkat Efisiensi Perusahaan Asuransi Syariah Di Indonesia 2016-2018. *STIE*.
- Peraturan Pemerintah RI. (2019). *Peraturan Pemerintah RI tentang Penambahan Penyertaan Modal Negara Republik Indonesia ke dalam Modal Saham Perusahaan Perseroan (Persero) PT Bio Farma (Nomor 76 Tahun 2019)*. Jakarta
- Peraturan Menteri BUMN RI. (2022). *Peraturan Menteri Badan Usaha Milik Negara Republik Indonesia*

tentang Jaringan Dokumentasi dan Informasi Hukum di Lingkungan Kementerian Badan Usaha Milik Negara. Jakarta

- Sihombing, P., & Arsani, A. (2022). *Buku Aplikasi Minitab Untuk Statistisi Pemula*.
- Sumarna, R. A., & Solikin, S. E. (2018). Pengaruh Restrukturisasi melalui Pembentukan Holding BUMN Terhadap Kinerja Keuangan BUMN. *Substansi*, 2(2), 240–260.
- Ulum, H. K., & Yudanto, A. A. (2022). Mengukur Kinerja dan Risiko Keuangan BUMN Sub-Klaster Minyak dan Gas. *INOBISS: Jurnal Inovasi Bisnis dan Manajemen Indonesia*, 6(1), 90–103.
- Undang-Undang Republik Indonesia. (2003). *Undang-Undang Republik Indonesia tentang BUMN (UU Nomor 19 Tahun 2003)*. Jakarta
- Utoyo, B. (2019). Apakah Pembentukan Holding Meningkatkan Kinerja Perusahaan? Analisis Perbandingan Kinerja Anak Perusahaan ABC BUMN Holding Sebelum Dan Setelah Holdingisasi Dan Faktor Yang Mempengaruhinya. *Mix: Jurnal Ilmiah Manajemen*, 9(2), 251. <https://doi.org/10.22441/mix.2019.v9i2.001>
- Wardhany, D. D. A., Hermuningsih, S., & Wiyono, G. (2019). Pengaruh Profitabilitas, Leverage Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris Pada Perusahaan Yang Tergabung Dalam Lq45 Pada Periode 2015-2018). *Ensiklopedia of Journal*, 2(1).
- Wisudanto, W., Thalib, P., Arif, M. S., & Kholiq, M. N. (2023). Impact of Pasca Covid-19 on Real Sector: The Study, Expectations and Determination of Policy Directions for SDG's and Ziswaf. *Al-Azhar Journal of Islamic Economics*, 117–131.
- Yazar Soyadı, E. (2019). How Merger and Acquisition Affect Firm Performance and Its Quality. *journal of accounting finance and auditing studies (JAFAS)*, 5(3), 42–53. <https://doi.org/10.32602/jafas.2019.30>