

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang

Pandemi COVID-19 yang merebak sejak awal tahun 2020 memberikan dampak besar pada berbagai aspek kehidupan, terutama di sektor kesehatan dan perekonomian dunia. Di Indonesia, kasus pertama virus ini diumumkan pada 2 Maret 2020, yang kemudian membawa perubahan mendasar terhadap kondisi perekonomian nasional. Laju pertumbuhan ekonomi Indonesia yang sebelumnya mencapai 5,02% pada tahun 2019 menurun tajam menjadi 2,97% pada tahun 2020, disertai dengan kenaikan angka pengangguran dari 5,28% menjadi 7,07% pada periode yang sama.

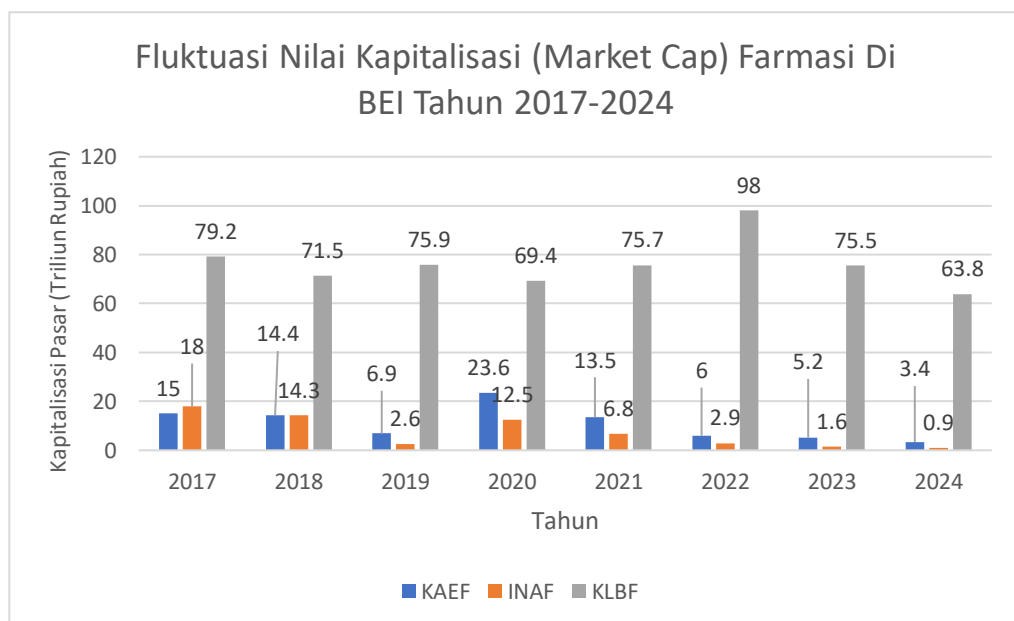
Selain itu, pandemi turut memicu terganggunya rantai pasokan internasional, menurunnya arus investasi asing, serta diberlakukannya berbagai pembatasan aktivitas ekonomi melalui kebijakan seperti PSBB, penutupan akses lintas negara, dan karantina wilayah. Secara global, kerugian ekonomi akibat pandemi diperkirakan mencapai 16 triliun dolar AS, jumlah yang setara tiga kali lipat biaya Perang Dunia II setelah disesuaikan dengan inflasi.

Sub-sektor Farmasi menjadi salah satu bidang yang menunjukkan kondisi paradoks selama pandemi COVID-19. Di satu sisi, terjadi lonjakan permintaan yang sangat tinggi terhadap obat-obatan, vaksin, serta berbagai peralatan medis esensial. Namun, di sisi lain, sub-sektor ini juga dihadapkan pada sejumlah tantangan serius, seperti meningkatnya biaya operasional, tingginya harga bahan baku impor, serta terganggunya rantai pasok dan logistik obat.

Menurut data Kementerian Kesehatan RI, sepanjang 2020–2021 terjadi peningkatan signifikan dalam jumlah izin distribusi serta bertambahnya industri yang memproduksi maupun mengimpor alat kesehatan terkait COVID-19. Meskipun terjadi lonjakan penjualan, kondisi paradoks tersebut menimbulkan kerumitan dalam menilai kinerja keuangan perusahaan farmasi, sebab tingginya permintaan tidak selalu berbanding lurus dengan peningkatan profitabilitas jangka panjang akibat lonjakan biaya.

Fenomena paradoks ini terlihat jelas dari ketimpangan antara ekspektasi pasar yang tercermin dari nilai pasar perusahaan dengan realitas fundamental yang tercermin dari laba bersih. Berdasarkan data perdagangan di Bursa Efek Indonesia, terjadi volatilitas ekstrem pada nilai perusahaan farmasi, khususnya BUMN, sebagaimana disajikan pada Gambar 1.1 berikut:

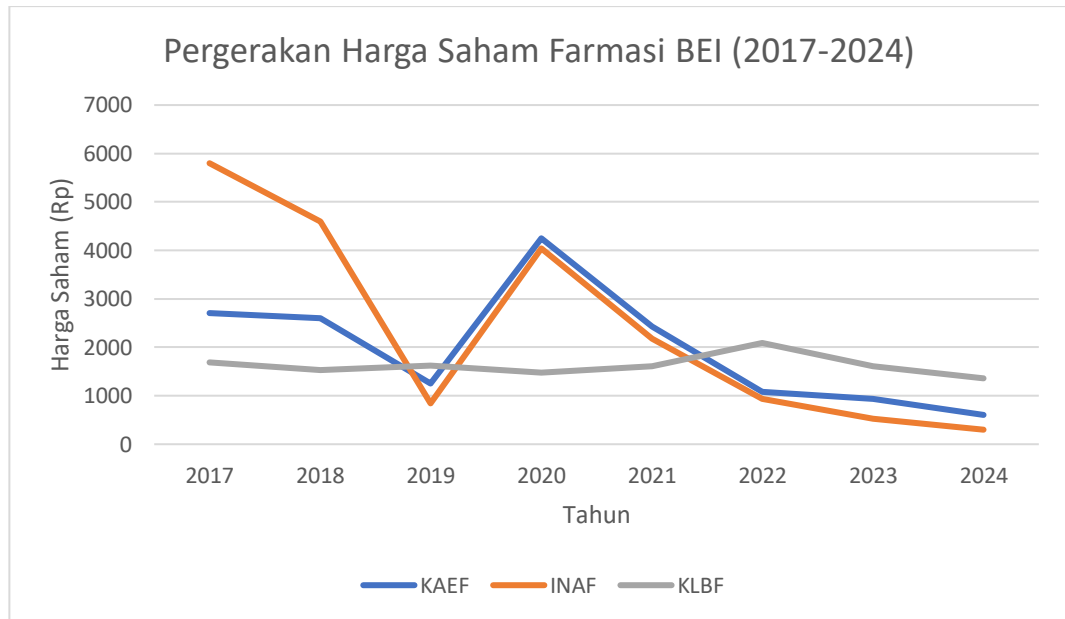
Gambar 1.1 Fluktuasi Kapitalisasi Pasar (*Market Cap*) Emiten Farmasi di BEI (2017-2024)



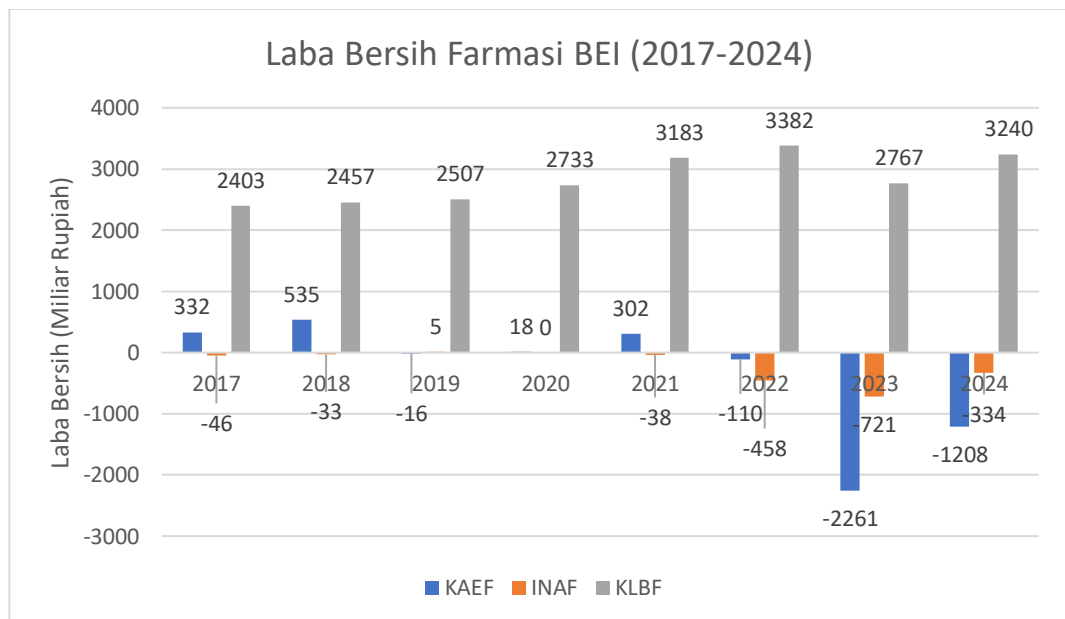
Sumber: Data Statistik BEI (Data Diolah, 2026)

Berdasarkan Gambar 1.1 terlihat adanya data valuasi pasar yang sangat ekstrem sepanjang periode tahun pengamatan. Pada tahun 2020, Kapitalisasi Pasar Kimia Farma (KAEF) dan Indofarma (INAF) melonjak secara tidak rasional masing-masing mencapai puncaknya sebesar Rp 23,6 Triliun dan Rp 12,5 Triliun, didorong oleh sentimen positif vaksinasi COVID-19. Angka ini membalikkan tren penurunan yang sempat terjadi pada fase sesudah pandemi. Namun, hal tersebut terbukti sangat rapuh dan tidak bertahan lama. Memasuki periode 2024, valuasi pasar kedua emiten BUMN tersebut mengalami koreksi masif hingga menyentuh titik terendah, di mana KAEF tersisa Rp 3,4 Triliun dan INAF merosot tajam hingga hanya Rp 0,9 Triliun. Hilangnya nilai kapitalisasi pasar hingga puluhan triliun rupiah dibandingkan puncak tahun 2020 ini mengindikasikan tingginya risiko investasi dan ketidakpastian masa depan perusahaan di mata investor, berbeda dengan emiten swasta (KLBF) yang valuasinya cenderung lebih stabil menghadapi gejolak siklus pandemi.

Ketidakstabilan ini semakin nyata ketika membandingkan pergerakan harga saham dengan kinerja laba bersih perusahaan. Terdapat *gap* atau kesenjangan kinerja antara perusahaan farmasi BUMN dan swasta, serta antara pergerakan harga saham dengan profitabilitas riil perusahaan, seperti ditunjukkan pada Gambar 1.2 dan 1.3:

Gambar 1.2 Pergerakan Harga Saham Farmasi BEI (2017-2024)

Sumber: Data Statistik BEI (Data Diolah, 2026)

Gambar 1.3 Realisasi Laba Bersih Farmasi di BEI (2017-2024)

Sumber: Laporan Keuangan Perusahaan (Data Diolah, 2026)

Data memperlihatkan dua realitas yang sangat kontradiktif sepanjang periode tahun pengamatan. Pada Gambar 1.2 terlihat pergerakan harga saham BUMN Farmasi mengalami volatilitas ekstrem yang dimulai dari tren menurun

pada fase sebelum pandemi, kemudian melonjak secara tidak wajar hingga 300% pada fase pandemi, dan akhirnya *crash* ke titik terendah pada fase sesudah pandemi.

Gambar 1.3 menyingkap fakta fundamental yang ironis. lonjakan harga saham di tahun 2020 tersebut ternyata tidak ditopang oleh fondasi profitabilitas yang kokoh. Data menunjukkan bahwa laba bersih perusahaan justru relatif tipis saat harga sahamnya sedang di puncak. Lebih parah lagi, pada periode *new normal* disaat harga saham terkoreksi tajam, emiten BUMN Farmasi justru mencatatkan kerugian terbesar yang mencapai triliunan rupiah sebagaimana ditunjukkan oleh grafik batang laba bersih yang menjulur dalam ke area negatif.

Kondisi ketidakselarasan antara valuasi pasar dan kinerja riil ini mengindikasikan bahwa sektor farmasi menghadapi masalah serius terkait keberlanjutan keuangan jangka panjang. Fenomena ini sekaligus mematahkan asumsi bahwa industri farmasi selalu diuntungkan oleh krisis kesehatan. Oleh karena itu, analisis komparatif yang mendalam menjadi sangat krusial untuk membedah apakah kerusakan fundamental ini murni akibat beban penugasan pandemi atau karena inefisiensi struktural yang sudah terjadi sejak periode pra-pandemi.

Sistem kesehatan di Indonesia menghadapi persoalan mendasar yang semakin terlihat jelas akibat pandemi COVID-19, khususnya terkait ketersediaan obat-obatan dan produk farmasi. Keterbatasan infrastruktur, terutama terkait kapasitas laboratorium dan ketersediaan obat-obatan, serta

ketimpangan akses masyarakat terhadap pelayanan farmasi, merupakan tantangan utama yang muncul ke permukaan selama krisis tersebut.

Pandemi juga berdampak pada indikator pembangunan manusia. Nilai Indeks Pembangunan Manusia (IPM) Indonesia turun dari 0,718 pada tahun 2019 menjadi 0,707 pada tahun 2021, dan pada 2022 belum sepenuhnya pulih karena masih berada di angka 0,713, lebih rendah dibandingkan sebelum pandemi. Secara regional, posisi Indonesia dalam peringkat IPM ASEAN tahun 2022 masih tertinggal di bawah Singapura (0,909), Brunei Darussalam (0,823), Malaysia (0,807), Thailand (0,803), serta Vietnam (0,726).

Pemerintah Indonesia merespons pandemi dengan meluncurkan Program Pemulihan Ekonomi Nasional (PEN) yang diarahkan untuk menopang sektor kesehatan, memberikan dukungan bagi dunia usaha, serta menyalurkan bantuan sosial. Kebijakan ini, termasuk percepatan transformasi digital di sektor kesehatan, secara langsung maupun tidak langsung memengaruhi dinamika operasional dan finansial perusahaan farmasi.

Analisis terhadap kinerja keuangan perusahaan di Sub-sektor Farmasi selama masa pandemi memerlukan pendekatan yang menyeluruh. Sejumlah penelitian menunjukkan temuan yang beragam, bahkan bertolak belakang, terkait pengaruh pandemi. Beberapa kajian mengungkapkan bahwa meskipun permintaan tinggi, kemampuan untuk menghasilkan laba bersih maupun memberikan imbal hasil yang menarik bagi investor justru mengalami penurunan, dipicu oleh meningkatnya beban operasional akibat kebijakan khusus selama pandemi.

Analisis kinerja keuangan pada masa pandemi membutuhkan landasan teoritis yang memadai agar dinamika yang terjadi dapat dipahami secara komprehensif. Teori keagenan (agency theory) menjadi salah satu kerangka utama dalam literatur tata kelola perusahaan yang menekankan pentingnya mekanisme pengawasan untuk meminimalkan potensi konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Teori keagenan berusaha untuk menyelesaikan konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham dalam suatu perusahaan, dan untuk menggambarkan metode untuk menyelesaikan konflik (Said, 2025).

Di sisi lain, teori signaling menawarkan sudut pandang yang berfokus pada upaya manajemen untuk mengurangi ketimpangan informasi antara pihak internal perusahaan dan pihak eksternal, seperti investor dan kreditur. Ketidakseimbangan ini terjadi karena manajemen memiliki akses yang lebih luas dan mendalam terhadap kondisi operasional serta prospek masa depan perusahaan dibandingkan dengan pihak luar. Dalam kerangka ini, laporan keuangan tidak hanya sekadar kewajiban administratif, melainkan menjadi sarana bagi perusahaan untuk mengirimkan sinyal kredibel mengenai keberlanjutan usaha di masa mendatang. Relevansinya dalam sektor farmasi menjadi semakin krusial pasca-pandemi, di mana laporan keuangan berfungsi efektif sebagai mekanisme sinyal untuk membantu investor membedakan antara perusahaan yang memiliki fundamental sehat atau *good news* dan perusahaan yang sedang mengalami tekanan finansial atau *bad news* akibat perubahan kondisi pasar.

Dalam sektor industri kesehatan yang sangat luas, sub-sektor farmasi memiliki posisi yang krusial dan bersifat strategis. Sebagai ujung tombak dalam penyediaan obat, vaksin, dan berbagai produk medis penting, kinerja perusahaan farmasi tidak hanya mencerminkan kondisi finansial industri kesehatan, tetapi juga menunjukkan kapasitas suatu negara dalam menghadapi situasi krisis kesehatan. Pada masa pandemi COVID-19, peran sub-sektor ini menjadi semakin vital, menjadikannya indikator yang relevan untuk menilai ketahanan dan perubahan kinerja keuangan sektor kesehatan secara menyeluruh. Dengan dasar tersebut, penelitian ini berfokus pada perusahaan-perusahaan farmasi guna memperoleh pemahaman yang lebih mendalam terkait pengaruh pandemi terhadap fondasi utama industri kesehatan.

Permasalahan mendasar yang melandasi penelitian ini adalah adanya paradoks pada kinerja keuangan perusahaan farmasi. Meskipun secara teoritis memicu pandemi lonjakan permintaan produk kesehatan, data empiris menunjukkan bahwa peningkatan penjualan dan harga saham tersebut tidak serta merta diikuti oleh peningkatan profitabilitas yang proporsional akibat melonjaknya beban operasional dan biaya bahan baku impor. Hal ini mengindikasikan adanya kerentanan struktur keuangan perusahaan yang belum sepenuhnya terungkap.

Urgensi penelitian ini didorong oleh keterbatasan periode pengamatan pada mayoritas studi terdahulu yang cenderung berfokus pada masa puncak pandemi tahun 2020-2021. Periode tersebut dinilai mengandung unsur *shock* dan bias data akibat kebijakan darurat. Masih terdapat kekosongan literatur yang

mengkaji resiliensi perusahaan secara komparatif pada fase pemulihan atau *new normal* tahun 2022-2024. Ditambah dengan adanya inkonsistensi hasil penelitian sebelumnya antara dampak positif dan negatif, maka analisis ulang menggunakan data terbaru menjadi krusial untuk memvalidasi kondisi fundamental industri farmasi yang sesungguhnya.

Terdapat kesenjangan atau *gap* antara hasil penelitian terdahulu dengan fenomena terkini. Sejumlah penelitian sebelumnya, seperti yang dilakukan oleh Qadri, S.U., et al. (2023) dan Yulita, I.K., et al. (2023), menyimpulkan bahwa sektor farmasi merupakan sektor defensif yang memiliki kinerja keuangan positif dan kebal terhadap guncangan pandemi COVID-19 karena lonjakan permintaan produk kesehatan.

Namun, kesimpulan tersebut bertolak belakang dengan data empiris terbaru periode tahun 2022-2024 sesudah pandemi yang ditemukan dalam penelitian ini. Fakta menunjukkan adanya kondisi paradoks di mana lonjakan valuasi pasar saat pandemi tidak diikuti oleh fundamental yang berkelanjutan, yang justru berujung pada kerugian finansial besar terutama BUMN pada tahun 2023. Hal ini mengindikasikan bahwa peningkatan kinerja yang dicatat oleh peneliti terdahulu bersifat semu dan belum memperhitungkan dampak jangka panjang berupa beban persediaan dan utang yang muncul setelah pandemi usai. Oleh karena itu, penelitian ini penting dilakukan untuk menguji kembali validitas kinerja keuangan tersebut dalam siklus yang lebih lengkap dalam waktu jangka panjang.

Periode sesudah pandemi dalam penelitian ini ditentukan berdasarkan kebijakan strategis pemerintah yang menandai berakhirnya masa darurat, yakni pencabutan Pemberlakuan Pembatasan Kegiatan Masyarakat (PPKM) pada akhir tahun 2022. Selain itu, keputusan resmi mencabut status pandemi pada pertengahan 2023 memperkuat bahwa masa ini merupakan periode transisi menuju fase endemi

Temuan dari analisis komparatif ini memiliki implikasi strategis yang penting bagi berbagai pihak. Bagi manajemen perusahaan di sektor kesehatan, hasil penelitian dapat menjadi sumber wawasan dalam merumuskan strategi adaptasi yang tepat selama masa krisis maupun fase pemulihan. Bagi para investor, informasi ini berguna untuk mendukung pengambilan keputusan investasi yang lebih rasional dan berbasis data di sektor kesehatan.

Sementara itu, bagi regulator dan pembuat kebijakan, penelitian ini dapat menjadi dasar pertimbangan dalam menyusun kebijakan yang mampu memperkuat resiliensi sektor kesehatan di masa mendatang. Dengan adanya kemungkinan terulangnya pandemi atau krisis kesehatan global di masa depan, pemahaman yang mendalam mengenai dinamika kinerja keuangan sektor kesehatan menjadi semakin penting dan relevan.

Analisis komparatif terhadap kinerja keuangan membutuhkan metodologi yang kuat dan menyeluruh. Pendekatan melalui analisis rasio keuangan meliputi rasio likuiditas, solvabilitas, aktivitas, dan profitabilitas dapat memberikan gambaran yang utuh mengenai kondisi finansial perusahaan.

Yang pertama adalah Rasio likuiditas, merupakan ukuran yang digunakan untuk mengetahui kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya dengan memanfaatkan aset lancar yang dimiliki (Yensi et al., 2021). Rasio ini berperan dalam menilai tingkat kelancaran keuangan suatu entitas, khususnya dalam menghadapi utang yang segera jatuh tempo. Indikator yang dipakai dalam penelitian ini adalah *Current Ratio* (CR), yaitu perbandingan antara aset lancar dengan kewajiban lancar untuk melihat sejauh mana perusahaan mampu menutupi utang jangka pendeknya.

Kedua, rasio profitabilitas adalah rasio yang mengukur sejauh mana perusahaan mampu menghasilkan laba dari sumber daya yang dimiliki, baik berupa aset maupun modal sendiri (Yolanda et al., 2025). Rasio ini digunakan untuk menilai efektivitas perusahaan dalam menciptakan keuntungan sebagai cerminan kinerja keuangan secara keseluruhan. Dalam penelitian ini, indikator profitabilitas yang digunakan adalah *Return on Assets* (ROA), *Return on Equity* (ROE), dan *Net Profit Margin* (NPM). ROA digunakan untuk melihat efektivitas penggunaan total aset dalam memperoleh laba, ROE mengukur kemampuan ekuitas atau modal sendiri dalam memberikan tingkat pengembalian kepada pemegang saham, sedangkan NPM digunakan untuk mengukur seberapa efektif perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dari setiap pendapatan penjualan.

Ketiga, rasio solvabilitas menggambarkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka panjangnya dengan menggunakan aset maupun ekuitas yang dimiliki (Ladji, 2025). Rasio ini berfungsi untuk menilai seberapa

besar ketergantungan perusahaan terhadap pembiayaan dari pihak luar, khususnya utang. Indikator yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Debt to Equity Ratio* (DER), yaitu rasio yang menunjukkan perbandingan antara total utang dengan modal sendiri untuk mengetahui struktur pendanaan perusahaan.

Terakhir rasio aktivitas adalah rasio yang digunakan untuk menilai efektivitas perusahaan dalam memanfaatkan aset yang dimiliki guna menghasilkan pendapatan (Muslim & Yani, 2019). Rasio ini membantu melihat sejauh mana manajemen mampu mengelola sumber daya secara efisien dalam kegiatan operasional. Indikator aktivitas yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Total Asset Turnover* (TATO), yaitu rasio yang menunjukkan tingkat kemampuan perusahaan dalam memanfaatkan total aset untuk menciptakan penjualan.

B. Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian latar belakang, penelitian ini diarahkan untuk menelaah permasalahan krusial terkait dampak pandemi COVID-19 terhadap kinerja keuangan perusahaan sub-sektor farmasi di Indonesia. Rumusan masalah dalam penelitian ini adalah:

1. Apakah terdapat perbedaan signifikan *Current Ratio* (CR) pada perusahaan sub-sektor farmasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode sebelum dan sesudah pandemi COVID-19?

2. Apakah terdapat perbedaan signifikan *Return on Equity* (ROE) pada perusahaan sub-sektor farmasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode sebelum dan sesudah pandemi COVID-19?
3. Apakah terdapat perbedaan signifikan *Return on Assets* (ROA) pada perusahaan sub-sektor farmasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode sebelum dan sesudah pandemi COVID-19?
4. Apakah terdapat perbedaan signifikan *Net Profit Margin* (NPM) pada perusahaan sub-sektor farmasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode sebelum dan sesudah pandemi COVID-19?
5. Apakah terdapat perbedaan signifikan *Debt to Equity Ratio* (DER) pada perusahaan sub-sektor farmasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode sebelum dan sesudah pandemi COVID-19?
6. Apakah terdapat perbedaan signifikan *Total Assets Turnover* (TATO) pada perusahaan sub-sektor farmasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode sebelum dan sesudah pandemi COVID-19?

C. Tujuan Penelitian

Sesuai dengan rumusan masalah yang telah diuraikan, penelitian ini bertujuan untuk mengetahui:

1. Perbedaan *Current Ratio* (CR) pada perusahaan sub-sektor farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) sebelum dan sesudah pandemi Covid-19.

2. Perbedaan *Return on Equity* (ROE) pada perusahaan sub-sektor farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) sebelum dan sesudah pandemi Covid-19.
3. Perbedaan *Return on Assets* (ROA) pada perusahaan sub-sektor farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) sebelum dan sesudah pandemi Covid-19.
4. Perbedaan *Net Profit Margin* (NPM) pada perusahaan sub-sektor farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) sebelum dan sesudah pandemi Covid-19.
5. Perbedaan *Debt to Equity Ratio* (DER) pada perusahaan sub-sektor farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) sebelum dan sesudah pandemi Covid-19.
6. Perbedaan *Total Assets Turnover* (TATO) pada perusahaan sub-sektor farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) sebelum dan sesudah pandemi Covid-19.

D. Manfaat Penelitian

1. Manfaat Teoritis

Penelitian ini berkontribusi dalam memperkaya literatur akademis mengenai dampak krisis kesehatan global terhadap kinerja keuangan sektor kesehatan di Indonesia sebagai pasar *emerging market*. Dari sisi metodologis, penelitian ini mengembangkan kerangka analisis

komparatif berbasis rasio keuangan dengan pendekatan *time-series* dan *cross-sectional* yang dapat diaplikasikan pada sektor maupun negara lain. Selain itu, penelitian ini juga menguji relevansi teori keuangan perusahaan dalam konteks krisis dan pemulihan, serta memberikan bukti empiris atas konsep resiliensi organisasi di industri kesehatan.

2. Manfaat Praktis

a. Bagi Manajemen Perusahaan

Penelitian ini memberikan tolak ukur kinerja keuangan sub-sektor farmasi untuk menilai posisi kompetitif perusahaan serta menawarkan wawasan strategis dalam menyusun mitigasi risiko dan strategi adaptasi menghadapi krisis serupa. Selain itu, penelitian ini mengidentifikasi area keuangan yang perlu diperkuat guna meningkatkan resiliensi perusahaan.

b. Bagi Investor dan Analisis Keuangan

Penelitian ini memberikan gambaran komprehensif mengenai profil risiko dan tingkat pengembalian sub-sektor farmasi dalam berbagai kondisi ekonomi, sekaligus menyajikan data historis serta analisis tren yang berguna untuk proyeksi dan valuasi investasi. Selain itu, penelitian ini membantu mengidentifikasi perusahaan kesehatan dengan fundamental keuangan yang solid dan tingkat resiliensi yang tinggi.

c. Bagi Masyarakat

Penelitian ini berkontribusi dalam meningkatkan transparansi informasi keuangan sub-sektor farmasi sehingga masyarakat dapat lebih memahami kondisi penyedia layanan kesehatan, sekaligus memberikan wawasan mengenai stabilitas dan keberlangsungan layanan melalui analisis kesehatan finansial perusahaan penyedia layanan.

E. Batasan dan Ruang Lingkup Penelitian

1. Ruang Lingkup Penelitian

Penelitian ini berfokus pada analisis komparatif kinerja keuangan perusahaan sub-sektor farmasi yang terdaftar di BEI dalam dua periode, yaitu sebelum pandemi (2017-2019) dan sesudah pandemi (2022–2024). Analisis dilakukan dengan menggunakan data laporan keuangan tahunan perusahaan sub-sektor farmasi yang terdaftar di BEI. Kinerja keuangan dianalisis melalui rasio keuangan yang meliputi likuiditas, solvabilitas, profitabilitas, dan aktivitas.

2. Ruang Lingkup Penelitian

- a. Penelitian ini hanya menggunakan data sekunder berupa laporan keuangan yang sub-sektor farmasi yang terdaftar di BEI yang dipublikasikan secara resmi di website Bursa Efek Indonesia, sehingga hasil penelitian sangat bergantung pada kelengkapan dan akurasi data tersebut.
- b. Analisis kinerja keuangan dibatasi pada empat rasio utama, yaitu likuiditas, solvabilitas, profitabilitas, dan aktivitas, sehingga tidak

mencakup seluruh indikator yang mungkin memengaruhi kondisi keuangan lembaga.

- c. Periode analisis dibatasi pada tahun 2017 – 2019 dan 2022 – 2024 untuk merepresentasikan kondisi sebelum dan sesudah pandemi COVID-19.