

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang

Industri farmasi merupakan salah satu sektor strategis yang memiliki peran penting dalam pemenuhan kebutuhan kesehatan masyarakat dan mendukung ketahanan kesehatan nasional. Peran tersebut semakin terlihat ketika pandemi COVID-19 meningkatkan kebutuhan terhadap obat, alat kesehatan, serta kapasitas produksi farmasi dalam negeri. Kondisi tersebut mendorong pemerintah untuk memperkuat kemandirian industri farmasi dan mengurangi ketergantungan terhadap produk impor. Namun, peningkatan kebutuhan dan peran strategis tersebut tidak serta-merta membuat perusahaan farmasi terbebas dari persoalan dalam menjalankan kegiatan usahanya.

Perusahaan tetap dihadapkan pada tuntutan untuk menjaga keberlangsungan operasional, mengendalikan biaya, mengoptimalkan sumber daya, dan mempertahankan kemampuan menghasilkan laba. Dengan demikian, perkembangan industri farmasi perlu diikuti dengan pengelolaan keuangan yang baik agar peningkatan aktivitas usaha dapat memberikan hasil yang optimal bagi perusahaan. (Kementerian Kesehatan Republik Indonesia, 2021)

Salah satu perusahaan farmasi yang menghadapi persoalan dalam pengelolaan keuangan adalah PT Indofarma Tbk. Sebagai perusahaan farmasi milik negara yang tercatat di Bursa Efek Indonesia, Indofarma menjadi perhatian karena perusahaan mengalami berbagai permasalahan dalam pengelolaan kegiatan usaha dan keuangannya. Badan Pemeriksa Keuangan Republik Indonesia melakukan pemeriksaan investigatif terhadap pengelolaan keuangan PT

Indofarma Tbk, anak perusahaan, dan instansi terkait untuk periode 2020 sampai dengan semester I 2023.

Hasil pemeriksaan tersebut menemukan adanya penyimpangan yang mengindikasikan tindak pidana serta indikasi kerugian negara sebesar Rp371,83 miliar. Temuan tersebut menunjukkan bahwa persoalan yang dihadapi perusahaan tidak hanya berkaitan dengan pencapaian pendapatan, tetapi juga menyangkut pengelolaan aktivitas operasional dan keuangan perusahaan. Kondisi tersebut menjadi gambaran bahwa perusahaan farmasi milik negara tetap menghadapi tantangan dalam menjaga kualitas pengelolaan keuangannya di tengah perannya yang strategis bagi industri kesehatan nasional. (Badan Pemeriksa Keuangan Republik Indonesia, 2024)

Permasalahan pada PT Indofarma Tbk menjadi semakin penting ketika dikaitkan dengan kemampuan perusahaan dalam mempertahankan kinerja keuangannya. Kegiatan usaha yang tidak diikuti dengan pengelolaan biaya dan sumber daya secara efektif dapat memberikan tekanan terhadap kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Selain itu, penggunaan aset dan keputusan mengenai sumber pendanaan juga menjadi bagian dari pengelolaan keuangan yang dapat memengaruhi hasil akhir kegiatan usaha.

Kondisi tersebut menunjukkan bahwa penilaian terhadap perusahaan tidak cukup hanya dilakukan berdasarkan perkembangan penjualan, tetapi juga perlu memperhatikan bagaimana perusahaan mengelola biaya operasional, memanfaatkan aset, dan menentukan komposisi pendanaannya. Permasalahan tersebut memberikan gambaran bahwa perusahaan farmasi dapat menghadapi

kesenjangan antara tuntutan untuk mempertahankan kegiatan usaha dengan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kinerja keuangan yang optimal. (Badan Pemeriksa Keuangan Republik Indonesia, 2024)

Fenomena kinerja keuangan juga terlihat pada PT Kimia Farma Tbk sebagai perusahaan farmasi BUMN lainnya. Pada tahun 2023, perusahaan mencatatkan peningkatan penjualan sebesar 7,93% dibandingkan tahun sebelumnya. Namun, peningkatan tersebut tidak diikuti oleh pertumbuhan beban yang sebanding. Beban pokok penjualan meningkat sebesar 25,83%, sedangkan beban usaha meningkat sebesar 35,53%, yaitu dari Rp3,44 triliun pada tahun 2022 menjadi Rp4,66 triliun pada tahun 2023. Kondisi tersebut menunjukkan bahwa pertumbuhan penjualan perusahaan masih diikuti oleh peningkatan beban yang lebih tinggi. Ketidakseimbangan antara pertumbuhan penjualan dan peningkatan beban tersebut dapat memberikan tekanan terhadap laba yang dihasilkan perusahaan. Fenomena Kimia Farma memperlihatkan bahwa peningkatan aktivitas penjualan belum tentu menghasilkan peningkatan profitabilitas apabila tidak disertai dengan pengendalian biaya yang memadai. (PT Kimia Farma Tbk, 2023)

Kondisi yang terjadi pada PT Indofarma Tbk dan PT Kimia Farma Tbk memperlihatkan adanya tantangan yang berbeda dalam pengelolaan keuangan perusahaan farmasi. Indofarma menghadapi persoalan pengelolaan keuangan yang menjadi perhatian dalam pemeriksaan investigatif, sedangkan Kimia Farma menghadapi tekanan biaya yang tercermin dari peningkatan beban pokok penjualan dan beban usaha yang lebih tinggi dibandingkan pertumbuhan

penjualan. Kedua kondisi tersebut menunjukkan bahwa keberhasilan perusahaan dalam menjalankan kegiatan usaha tidak hanya ditentukan oleh kemampuan meningkatkan penjualan, tetapi juga oleh kemampuan mengelola sumber daya keuangan secara efisien. Apabila peningkatan aktivitas usaha tidak diikuti dengan pengelolaan biaya, aset, dan sumber pendanaan yang tepat, maka kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dapat mengalami tekanan. Fenomena tersebut menjadi semakin menarik untuk dikaji ketika kedua perusahaan ditempatkan dalam konteks pasar modal Indonesia yang juga memiliki segmen investasi berbasis prinsip syariah. (Badan Pemeriksa Keuangan Republik Indonesia, 2024; PT Kimia Farma Tbk, 2023).

Perkembangan pasar modal syariah di Indonesia menunjukkan bahwa investasi berbasis prinsip syariah telah menjadi bagian dari perkembangan pasar modal nasional. Salah satu instrumen yang menggambarkan perkembangan tersebut adalah Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). ISSI diluncurkan oleh Bursa Efek Indonesia pada 12 Mei 2011 sebagai indeks komposit yang mencerminkan kinerja saham syariah yang tercatat di Bursa Efek Indonesia. ISSI memiliki cakupan yang luas karena konstituennya terdiri atas seluruh saham syariah yang tercatat di BEI dan termasuk dalam Daftar Efek Syariah (DES). Dengan cakupan tersebut, ISSI tidak hanya menjadi indikator pergerakan harga saham syariah, tetapi juga mencerminkan perkembangan perusahaan-perusahaan yang memenuhi ketentuan sebagai efek syariah. (Bursa Efek Indonesia, 2025).

Kedudukan ISSI dalam pasar modal syariah memiliki karakteristik yang berbeda dengan indeks saham konvensional karena proses pembentukan

konstituennya berkaitan dengan mekanisme penyaringan berdasarkan prinsip syariah. Bursa Efek Indonesia tidak melakukan seleksi syariah secara mandiri terhadap saham yang masuk ke dalam ISSI. Penentuan saham syariah dilakukan melalui Daftar Efek Syariah yang diterbitkan oleh Otoritas Jasa Keuangan, sedangkan BEI menggunakan DES tersebut sebagai acuan dalam menentukan konstituen ISSI. Artinya, keberadaan suatu perusahaan dalam ISSI tidak hanya ditentukan oleh keberadaannya sebagai perusahaan tercatat di BEI, tetapi juga oleh terpenuhinya persyaratan sebagai efek syariah. Mekanisme tersebut menjadikan ISSI berkaitan erat dengan kondisi dan informasi yang dimiliki oleh perusahaan yang menjadi konstituennya. (Bursa Efek Indonesia, 2025; Otoritas Jasa Keuangan, 2025).

Daftar Efek Syariah sendiri merupakan kumpulan efek yang ditetapkan sebagai efek syariah oleh OJK dan wajib digunakan sebagai acuan bagi pihak yang menerbitkan indeks efek syariah di dalam negeri. Dalam menentukan efek yang memenuhi kriteria syariah, OJK mempertimbangkan kegiatan usaha serta kondisi keuangan perusahaan. Dari sisi kegiatan usaha, perusahaan tidak diperkenankan melakukan aktivitas yang bertentangan dengan prinsip syariah, termasuk kegiatan yang berkaitan dengan perjudian, jasa keuangan berbasis riba, transaksi yang mengandung gharar dan maisir, serta barang atau jasa yang bertentangan dengan prinsip syariah. Dengan demikian, proses penyaringan saham syariah tidak hanya melihat identitas atau bidang usaha perusahaan secara umum, tetapi juga mempertimbangkan karakteristik aktivitas yang dijalankan perusahaan. (Otoritas Jasa Keuangan, 2025).

Selain kegiatan usaha, kondisi keuangan perusahaan menjadi bagian penting dalam proses penyaringan efek syariah. Kriteria keuangan tersebut menunjukkan bahwa perusahaan yang berada dalam lingkungan ISSI tetap memiliki tuntutan untuk menjaga struktur keuangannya agar memenuhi ketentuan yang ditetapkan regulator. Hal ini penting karena perubahan kondisi keuangan perusahaan dapat menyebabkan perubahan terhadap pemenuhan kriteria efek syariah. Dengan demikian, keberadaan perusahaan dalam ISSI tidak dapat dilepaskan sepenuhnya dari perkembangan kondisi keuangannya. Namun, perlu ditegaskan bahwa memenuhi kriteria sebagai saham syariah tidak berarti perusahaan secara otomatis memiliki kinerja keuangan atau profitabilitas yang tinggi. Kriteria syariah dan tingkat keberhasilan perusahaan dalam menghasilkan laba merupakan dua hal yang berbeda meskipun keduanya dapat berkaitan melalui kondisi keuangan perusahaan. (Otoritas Jasa Keuangan, 2025).

Permasalahan tersebut menjadi semakin penting karena konstituen ISSI tidak bersifat tetap sepanjang waktu. Bursa Efek Indonesia melakukan peninjauan kembali konstituen ISSI sebanyak dua kali dalam satu tahun, yaitu pada bulan Mei dan November, mengikuti jadwal peninjauan Daftar Efek Syariah. Oleh karena itu, pada setiap periode evaluasi terdapat kemungkinan saham masuk atau keluar dari konstituen ISSI. OJK juga dapat menerbitkan DES secara insidental apabila terdapat emiten yang baru memenuhi kriteria efek syariah atau terdapat aksi korporasi, informasi, maupun fakta material yang menyebabkan suatu efek memenuhi atau tidak lagi memenuhi kriteria tersebut. Kondisi ini menunjukkan bahwa status suatu saham dalam lingkungan pasar modal syariah bersifat dinamis

dan mengikuti perkembangan informasi serta kondisi perusahaan. (Bursa Efek Indonesia, 2025; Otoritas Jasa Keuangan, 2025).

Dinamika konstituen tersebut menunjukkan bahwa perusahaan yang berada dalam lingkungan ISSI menghadapi kebutuhan untuk mempertahankan kondisi usahanya secara berkelanjutan. Perusahaan tidak hanya berorientasi pada peningkatan penjualan dan keuntungan, tetapi juga harus menjaga karakteristik kegiatan usaha serta kondisi keuangan agar tetap sesuai dengan ketentuan efek syariah. Dalam konteks ini, perubahan pendapatan, biaya, aset, dan struktur pendanaan menjadi bagian dari kondisi internal yang perlu diperhatikan. Meskipun rasio profitabilitas seperti NPM bukan merupakan kriteria langsung dalam penentuan saham syariah, tingkat profitabilitas tetap penting bagi keberlangsungan perusahaan karena menggambarkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari kegiatan usahanya. Oleh karena itu, perusahaan yang berada dalam lingkungan ISSI tetap menghadapi persoalan mengenai bagaimana menjaga kesesuaian syariah sekaligus mempertahankan kinerja keuangan yang sehat. (Otoritas Jasa Keuangan, 2025).

Perkembangan regulasi juga memperlihatkan bahwa kriteria saham syariah mengalami penyesuaian dari waktu ke waktu. Pada tahun 2025, OJK menerbitkan POJK Nomor 8 Tahun 2025 tentang Penerbitan Daftar Efek Syariah dan Daftar Efek Syariah Luar Negeri sebagai penyempurnaan atas ketentuan sebelumnya. Salah satu perubahan yang penting berkaitan dengan rasio total utang berbasis bunga terhadap total aset, yang sebelumnya memiliki batas 45% dan diarahkan untuk diturunkan secara bertahap menjadi 33% dalam jangka waktu paling lama

10 tahun. Batas pendapatan bunga dan pendapatan tidak halal juga disesuaikan secara bertahap dari 10% menjadi 5%. Perubahan tersebut menunjukkan bahwa kriteria keuangan dalam penyaringan saham syariah terus berkembang sehingga kondisi perusahaan perlu dilihat sesuai dengan regulasi yang berlaku pada periode pengamatan. (Otoritas Jasa Keuangan, 2025).

Perubahan regulasi tersebut memiliki arti penting bagi penelitian yang menggunakan periode 2011–2025. Periode tersebut dimulai pada tahun yang sama dengan diluncurkannya ISSI dan berakhir pada tahun ketika OJK menerbitkan ketentuan baru mengenai Daftar Efek Syariah. Dengan demikian, periode penelitian mencakup rentang waktu yang panjang ketika perusahaan mengalami berbagai perubahan kondisi operasional dan keuangan, sementara kerangka regulasi saham syariah juga mengalami perkembangan. Kondisi tersebut menunjukkan bahwa lingkungan ISSI tidak dapat dipahami hanya berdasarkan keadaan pada satu tahun tertentu. Perusahaan yang menjadi objek penelitian perlu dilihat dalam perkembangan jangka panjang agar perubahan kondisi keuangan dan kinerja perusahaan dapat dipahami secara lebih menyeluruh. (Bursa Efek Indonesia, 2025; Otoritas Jasa Keuangan, 2025).

Dalam kaitannya dengan sektor farmasi, keberadaan ISSI menjadi relevan karena perusahaan farmasi yang menjadi objek penelitian tidak hanya menghadapi tuntutan untuk menyediakan produk yang dibutuhkan masyarakat, tetapi juga harus mempertahankan keberlangsungan kegiatan usahanya. PT Indofarma Tbk dan PT Kimia Farma Tbk merupakan perusahaan farmasi BUMN yang menghadapi dinamika kinerja keuangan dalam menjalankan kegiatan usahanya.

Permasalahan Indofarma yang menjadi temuan pemeriksaan investigatif dan tekanan biaya yang dialami Kimia Farma menunjukkan bahwa status perusahaan dalam lingkungan pasar modal syariah tidak menghilangkan kemungkinan munculnya persoalan internal perusahaan. Dengan kata lain, pemenuhan kriteria sebagai efek syariah tidak dapat dipandang sebagai jaminan bahwa perusahaan terbebas dari persoalan efisiensi, efektivitas pengelolaan aset, struktur pendanaan, maupun kemampuan menghasilkan laba.

Kondisi tersebut memperlihatkan adanya persoalan yang lebih spesifik untuk dikaji, yaitu bagaimana perusahaan yang berada dalam lingkungan saham syariah mampu mempertahankan kinerja keuangannya ketika menghadapi tekanan operasional dan keuangan. Pada PT Indofarma Tbk, persoalan pengelolaan keuangan menjadi perhatian melalui temuan pemeriksaan BPK, sedangkan pada PT Kimia Farma Tbk terlihat adanya peningkatan beban pokok penjualan dan beban usaha yang lebih tinggi dibandingkan pertumbuhan penjualan pada tahun 2023. Kedua fenomena tersebut memperlihatkan bahwa kemampuan perusahaan menghasilkan laba tidak hanya dipengaruhi oleh besarnya pendapatan, tetapi juga oleh bagaimana perusahaan mengelola biaya dan sumber daya yang dimilikinya. Persoalan tersebut menjadi relevan untuk dianalisis dalam konteks perusahaan sektor farmasi yang berada dalam lingkungan pasar modal syariah. (Badan Pemeriksa Keuangan Republik Indonesia, 2024; PT Kimia Farma Tbk, 2023)

Dengan demikian, ISSI dalam penelitian ini memiliki kedudukan penting bukan sebagai variabel yang secara langsung menyebabkan perubahan kinerja keuangan, melainkan sebagai konteks yang membatasi dan menjelaskan

karakteristik objek penelitian. ISSI menunjukkan bahwa saham perusahaan yang menjadi bagian dari lingkungan penelitian harus memenuhi kriteria syariah yang ditetapkan melalui DES, termasuk ketentuan yang berkaitan dengan kondisi keuangan. Pada saat yang sama, perusahaan tetap menghadapi persoalan internal dalam mempertahankan efisiensi operasional, efektivitas penggunaan aset, struktur pendanaan, dan kemampuan menghasilkan laba. Pertemuan antara tuntutan kepatuhan terhadap ketentuan pasar modal syariah dan tuntutan pencapaian kinerja keuangan inilah yang menjadi permasalahan penting dalam melihat kondisi PT Indofarma Tbk dan PT Kimia Farma Tbk selama periode penelitian 2011–2025. (Bursa Efek Indonesia, 2025; Otoritas Jasa Keuangan, 2025)

Keterkaitan antara rasio keuangan dan kinerja perusahaan dalam lingkungan pasar modal syariah juga dapat dilihat dalam penelitian Baihaqi dan Asih (2025). Penelitian tersebut mengkaji pengaruh rasio likuiditas dan solvabilitas terhadap Return on Assets (ROA) pada perbankan syariah yang terdaftar di ISSI. Hasil penelitian menunjukkan bahwa rasio keuangan memiliki keterkaitan dengan kinerja profitabilitas perusahaan, sehingga pengelolaan kondisi keuangan menjadi salah satu aspek penting dalam mempertahankan kinerja perusahaan yang berada dalam lingkungan pasar modal syariah (Baihaqi & Asih, 2025). Penelitian tersebut memberikan gambaran bahwa keberadaan perusahaan dalam ekosistem pasar modal syariah tidak terlepas dari pentingnya pengelolaan kondisi fundamental dan kinerja keuangan.

Kondisi empiris yang terjadi pada PT Indofarma Tbk dan PT Kimia Farma Tbk menunjukkan bahwa permasalahan perusahaan tidak hanya berkaitan dengan perubahan laba dari tahun ke tahun, tetapi juga mencerminkan adanya persoalan dalam pengelolaan berbagai aspek fundamental keuangan. Kinerja perusahaan dapat dipengaruhi oleh kemampuan manajemen dalam mengendalikan biaya operasional, memanfaatkan aset secara produktif, serta menentukan komposisi pendanaan yang tepat. Ketiga aspek tersebut dapat tercermin melalui rasio Efisiensi Biaya Operasional (BOPO), Total Asset Turnover (TATO), dan Debt to Equity Ratio (DER). Dengan demikian, perubahan pada ketiga rasio tersebut menjadi penting untuk diamati karena berkaitan dengan kemampuan perusahaan dalam mempertahankan profitabilitas, khususnya laba bersih yang diperoleh dari kegiatan penjualan (Kasmir, 2019; Asbaruna et al., 2021).

Profitabilitas dalam penelitian ini diproksikan menggunakan Net Profit Margin (NPM), yaitu rasio yang menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba bersih dari penjualan yang diperoleh selama suatu periode. NPM menjadi penting karena tidak hanya menggambarkan besarnya keuntungan yang berhasil diperoleh perusahaan, tetapi juga memperlihatkan seberapa besar bagian dari penjualan yang tersisa setelah perusahaan menanggung berbagai biaya dan beban. Kondisi NPM yang rendah atau bahkan negatif menunjukkan bahwa pendapatan yang diperoleh belum mampu memberikan laba bersih yang memadai. Oleh sebab itu, perubahan NPM pada PT Indofarma Tbk dan PT Kimia Farma Tbk perlu dikaji dengan melihat faktor-faktor keuangan yang secara teoritis dapat

memengaruhinya, terutama efisiensi biaya, efektivitas penggunaan aset, dan struktur permodalan (Kasmir, 2019; Asbaruna et al., 2021).

Salah satu faktor yang berkaitan dengan profitabilitas adalah Efisiensi Biaya Operasional yang dalam penelitian ini diproksikan dengan BOPO. Rasio tersebut digunakan untuk melihat kemampuan perusahaan dalam mengendalikan biaya yang dikeluarkan dibandingkan dengan pendapatan yang dihasilkan. Semakin besar proporsi biaya terhadap pendapatan, semakin besar pula tekanan yang diterima perusahaan dalam mempertahankan laba. Sebaliknya, pengelolaan biaya yang lebih efisien dapat memberikan ruang yang lebih besar bagi perusahaan untuk mempertahankan laba bersih. Dengan demikian, secara teoritis BOPO memiliki hubungan berlawanan dengan profitabilitas, karena peningkatan biaya operasional yang tidak diimbangi peningkatan pendapatan akan mempersempit margin keuntungan perusahaan (Kasmir, 2019).

Permasalahan efisiensi tersebut menjadi relevan ketika melihat perkembangan PT Indofarma Tbk dan PT Kimia Farma Tbk yang mengalami tekanan kinerja dalam beberapa tahun terakhir. Pada PT Kimia Farma Tbk, misalnya, pertumbuhan penjualan pada tahun 2023 tidak sepenuhnya diikuti oleh pengendalian beban yang seimbang. Penjualan meningkat sekitar 7,93 persen, sementara beban pokok penjualan meningkat sekitar 25,83 persen dan beban usaha meningkat sekitar 35,53 persen. Kondisi tersebut menunjukkan bahwa pertumbuhan pendapatan belum otomatis menghasilkan peningkatan laba apabila peningkatan biaya berlangsung lebih cepat daripada pertumbuhan penjualan. Fenomena tersebut memperlihatkan pentingnya efisiensi operasional dalam

menjaga kemampuan perusahaan menghasilkan laba bersih (PT Kimia Farma Tbk, 2023).

Selain efisiensi biaya, kemampuan perusahaan dalam memanfaatkan aset juga menjadi bagian penting dalam pembentukan profitabilitas. Total Asset Turnover (TATO) digunakan untuk mengetahui seberapa efektif perusahaan menggunakan keseluruhan aset yang dimiliki untuk menghasilkan penjualan. Rasio yang semakin tinggi pada dasarnya menunjukkan bahwa aset perusahaan semakin produktif dalam mendukung aktivitas penjualan. Namun, tingginya perputaran aset belum tentu selalu menghasilkan peningkatan laba apabila penjualan tersebut disertai biaya yang besar atau margin keuntungan yang rendah. Oleh karena itu, hubungan TATO dengan NPM perlu dilihat tidak hanya dari kemampuan aset menghasilkan penjualan, tetapi juga dari kemampuan perusahaan mempertahankan keuntungan dari penjualan tersebut (Hery, 2018; Febriani & Asih, 2025).

Temuan Febriani dan Asih (2025) memperlihatkan bahwa TATO memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap ROA pada PT Indocement Tunggal Prakarsa Tbk yang terdaftar dalam ISSI periode 2014–2023. Hasil tersebut menunjukkan bahwa pemanfaatan aset secara konsisten dan efisien dapat mendukung peningkatan profitabilitas perusahaan. Meskipun variabel profitabilitas yang digunakan dalam penelitian tersebut adalah ROA dan bukan NPM, temuan tersebut tetap memberikan gambaran bahwa efektivitas penggunaan aset merupakan salah satu aspek yang perlu diperhatikan dalam menganalisis kinerja perusahaan yang berada dalam lingkungan pasar modal syariah. Perbedaan

objek, periode, dan proksi profitabilitas tersebut sekaligus menunjukkan bahwa hubungan TATO dengan NPM pada perusahaan farmasi perlu dibuktikan kembali melalui penelitian tersendiri (Febriani & Asih, 2025).

Faktor berikutnya adalah Debt to Equity Ratio (DER) yang menggambarkan perbandingan antara total utang dengan modal sendiri yang digunakan perusahaan dalam membiayai kegiatan usahanya. Penggunaan utang dapat membantu perusahaan memperoleh tambahan sumber dana untuk mendukung aktivitas operasional maupun ekspansi, tetapi pada saat yang sama dapat meningkatkan risiko keuangan apabila jumlah kewajiban terlalu besar dibandingkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan pendapatan. Beban keuangan yang timbul dari penggunaan sumber dana tersebut pada akhirnya dapat memengaruhi laba yang tersedia bagi perusahaan. Dengan demikian, DER menjadi salah satu indikator penting dalam menilai keputusan pendanaan dan risiko struktur modal perusahaan (Harahap, 2017; Rahma & Asih, 2025).

Keterkaitan antara struktur modal dan profitabilitas juga terlihat dalam penelitian Rahma dan Asih (2025) yang menggunakan DER sebagai proksi struktur modal. Penelitian tersebut menunjukkan bahwa DER berpengaruh signifikan terhadap ROA pada PT Bank Negara Indonesia Tbk periode 2016–2023. Temuan tersebut memperlihatkan bahwa keputusan perusahaan dalam menggunakan utang tidak dapat dipisahkan dari kinerja keuangannya. Namun, arah dan besarnya pengaruh DER dapat berbeda bergantung pada karakteristik perusahaan, sektor usaha, periode pengamatan, serta kemampuan perusahaan dalam mengelola dana yang berasal dari utang. Oleh karena itu, hubungan DER

terhadap NPM pada perusahaan sektor farmasi juga masih relevan untuk diuji secara empiris (Rahma & Asih, 2025).

Dalam konteks PT Indofarma Tbk, persoalan struktur keuangan menjadi semakin penting karena perusahaan menghadapi tekanan keuangan dan permasalahan tata kelola yang berdampak pada kondisi finansialnya. Hasil pemeriksaan investigatif Badan Pemeriksa Keuangan menunjukkan adanya penyimpangan dalam pengelolaan PT Indofarma Tbk dan entitas anak untuk periode 2020 sampai dengan semester I 2023 yang mengindikasikan adanya perbuatan melawan hukum serta potensi kerugian negara. Fenomena tersebut memperlihatkan bahwa permasalahan perusahaan tidak hanya berkaitan dengan pencapaian penjualan, tetapi juga menyangkut tata kelola, pengelolaan dana, dan kemampuan perusahaan mempertahankan kondisi keuangannya. Oleh karena itu, perubahan DER perlu ditempatkan dalam konteks keseluruhan kondisi keuangan perusahaan dan tidak semata-mata dipahami sebagai angka rasio utang (Badan Pemeriksa Keuangan Republik Indonesia, 2024).

Pembahasan mengenai DER juga perlu dikaitkan secara hati-hati dengan konteks ISSI. Keberadaan suatu perusahaan dalam ISSI tidak berarti bahwa perusahaan tersebut harus memiliki tingkat profitabilitas tertentu, melainkan berkaitan dengan pemenuhan kriteria efek syariah yang ditetapkan dalam Daftar Efek Syariah oleh Otoritas Jasa Keuangan. Dengan demikian, perubahan rasio DER dapat menjadi bagian dari kondisi keuangan yang perlu diperhatikan dalam konteks kepatuhan terhadap kriteria efek syariah, tetapi tidak tepat apabila setiap kenaikan DER langsung dianggap sebagai penyebab keluarnya perusahaan dari

ISSI. Penelitian Baihaqi dan Asih (2025) juga menunjukkan bahwa rasio keuangan memiliki keterkaitan dengan kinerja perusahaan yang terdaftar di ISSI, sehingga kondisi keuangan dan lingkungan pasar modal syariah perlu dianalisis secara proporsional (Baihaqi & Asih, 2025).

Berdasarkan uraian tersebut, BOPO, TATO, dan DER merepresentasikan tiga aspek keuangan yang berbeda tetapi saling berkaitan dalam menjelaskan kondisi profitabilitas perusahaan. BOPO menggambarkan kemampuan perusahaan mengendalikan biaya operasional, TATO menunjukkan efektivitas penggunaan aset dalam menghasilkan penjualan, sedangkan DER menggambarkan struktur pendanaan yang digunakan perusahaan. Ketiga rasio tersebut pada akhirnya dapat berhubungan dengan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih yang tercermin melalui NPM. Penggunaan beberapa rasio keuangan secara bersamaan juga penting karena kondisi profitabilitas tidak hanya ditentukan oleh satu aspek pengelolaan perusahaan, melainkan merupakan hasil dari berbagai keputusan operasional dan keuangan yang saling berhubungan (Asbaruna et al., 2021; Rahma & Asih, 2025).

Meskipun secara teoritis terdapat arah hubungan tertentu antara BOPO, TATO, dan DER terhadap profitabilitas, kondisi aktual PT Indofarma Tbk dan PT Kimia Farma Tbk menunjukkan bahwa hubungan tersebut tidak selalu berjalan secara sederhana. Data penelitian memperlihatkan adanya kondisi ketika perubahan BOPO tidak selalu diikuti perubahan NPM sesuai arah teoritis, demikian pula perubahan TATO tidak selalu menghasilkan perubahan NPM yang searah. Hal yang sama terlihat pada DER, ketika peningkatan rasio utang tidak

selalu diikuti oleh penurunan NPM. Kondisi tersebut menunjukkan adanya kesenjangan antara hubungan yang diperkirakan berdasarkan teori dengan kondisi empiris perusahaan yang menjadi objek penelitian, sehingga hubungan ketiga variabel tersebut perlu dibuktikan melalui pengujian statistik.

Adanya perbedaan antara hubungan teoritis dan kondisi aktual tersebut menjadi alasan penting dilakukannya penelitian terhadap PT Indofarma Tbk dan PT Kimia Farma Tbk selama periode 2011–2025. Pemilihan periode yang relatif panjang memungkinkan perubahan kinerja perusahaan diamati secara lebih menyeluruh, termasuk perubahan efisiensi biaya, pemanfaatan aset, struktur permodalan, dan profitabilitas. Penelitian ini tidak hanya diarahkan untuk melihat apakah BOPO, TATO, dan DER memiliki hubungan dengan NPM secara parsial, tetapi juga untuk mengetahui apakah ketiga rasio tersebut secara bersama-sama mampu menjelaskan perubahan NPM pada kedua perusahaan. Dengan demikian, penelitian ini diharapkan dapat memberikan gambaran empiris mengenai faktor keuangan yang berkaitan dengan perubahan profitabilitas perusahaan sektor farmasi dalam lingkungan pasar modal syariah (Sugiyono, 2019).

Teori Keagenan (*Agency Theory*) digunakan dalam penelitian ini sebagai salah satu landasan untuk menjelaskan hubungan antara keputusan manajemen dan kinerja keuangan perusahaan. Jensen dan Meckling (1976) menjelaskan bahwa hubungan keagenan muncul ketika pemilik perusahaan memberikan wewenang kepada manajemen untuk mengelola sumber daya perusahaan. Dalam pelaksanaannya, perbedaan kepentingan antara pemilik dan manajemen dapat menimbulkan konflik keagenan, terutama ketika keputusan manajemen tidak

sepenuhnya sejalan dengan kepentingan pemegang saham. Oleh karena itu, pengawasan terhadap penggunaan sumber daya perusahaan menjadi penting untuk memastikan bahwa keputusan manajemen diarahkan pada peningkatan kinerja dan kepentingan perusahaan (Jensen & Meckling, 1976).

Dalam kaitannya dengan penelitian ini, penerapan Teori Keagenan dapat dilihat melalui kemampuan manajemen dalam mengelola biaya operasional, aset, dan sumber pendanaan perusahaan. BOPO mencerminkan bagaimana manajemen mengendalikan biaya dalam menghasilkan pendapatan, TATO menunjukkan kemampuan manajemen dalam memanfaatkan aset untuk menghasilkan penjualan, sedangkan DER menggambarkan keputusan perusahaan dalam menggunakan sumber pendanaan yang berasal dari utang dibandingkan dengan modal sendiri. Ketiga rasio tersebut dapat digunakan untuk melihat bagaimana keputusan manajemen dalam mengelola sumber daya perusahaan pada akhirnya berkaitan dengan kemampuan menghasilkan laba bersih yang tercermin melalui NPM (Jensen & Meckling, 1976; Kasmir, 2019).

Hubungan antara efisiensi biaya dan konflik keagenan menjadi penting karena manajemen memiliki tanggung jawab untuk menggunakan sumber daya perusahaan secara efektif dan tidak melakukan pengeluaran yang tidak memberikan manfaat bagi perusahaan. Ketika biaya operasional meningkat tanpa diimbangi dengan peningkatan pendapatan, kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dapat menurun. Kondisi tersebut menunjukkan bahwa pengendalian biaya merupakan bagian dari upaya manajemen dalam menjaga kepentingan perusahaan dan pemegang saham. Dengan demikian, BOPO yang

semakin tinggi secara teoritis dapat mencerminkan semakin rendahnya efisiensi pengelolaan operasional dan pada akhirnya berpotensi menekan NPM (Jensen & Meckling, 1976; Kasmir, 2019).

Selain pengendalian biaya, manajemen juga dituntut untuk mengoptimalkan aset yang telah dipercayakan oleh pemegang saham. Aset yang terlalu besar tetapi tidak mampu menghasilkan penjualan secara memadai dapat menunjukkan kurang optimalnya keputusan manajemen dalam memanfaatkan sumber daya perusahaan. TATO digunakan untuk melihat kemampuan tersebut melalui perbandingan antara penjualan dan total aset. Semakin efektif aset digunakan untuk menghasilkan penjualan, semakin besar peluang perusahaan memperoleh pendapatan dari sumber daya yang dimilikinya. Oleh karena itu, TATO menjadi salah satu indikator yang relevan untuk menilai efektivitas pengelolaan aset dalam perspektif Teori Keagenan (Jensen & Meckling, 1976; Hery, 2018).

Keputusan mengenai struktur pendanaan juga merupakan bagian dari tanggung jawab manajemen kepada pemegang saham. Penggunaan utang dapat memberikan tambahan sumber dana bagi perusahaan, tetapi pada saat yang sama dapat meningkatkan kewajiban dan risiko keuangan. DER digunakan untuk menggambarkan seberapa besar perusahaan menggunakan utang dibandingkan dengan modal sendiri. Dalam perspektif keagenan, penggunaan utang dapat menjadi salah satu mekanisme pengawasan terhadap manajemen karena adanya kewajiban untuk memenuhi pembayaran kepada kreditur. Namun, penggunaan utang yang berlebihan juga dapat meningkatkan tekanan keuangan perusahaan

sehingga perlu disesuaikan dengan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan pendapatan dan laba (Jensen & Meckling, 1976; Harahap, 2017).

Penerapan Teori Keagenan tersebut menjadi semakin relevan pada PT Indofarma Tbk dan PT Kimia Farma Tbk karena kedua perusahaan merupakan bagian dari industri farmasi BUMN yang memiliki peran penting dalam penyediaan produk kesehatan. Keduanya juga berada dalam kelompok usaha farmasi yang terintegrasi dalam holding BUMN farmasi dengan PT Bio Farma sebagai perusahaan induk. Kondisi tersebut menempatkan pengelolaan biaya, aset, dan sumber pendanaan sebagai bagian penting dalam mempertahankan keberlanjutan kegiatan usaha. Namun, perkembangan kinerja kedua perusahaan menunjukkan adanya tekanan keuangan yang tercermin dalam perubahan profitabilitas dan rasio keuangan selama periode penelitian (PT Bio Farma, 2023; PT Kimia Farma Tbk, 2023).

Permasalahan pada PT Indofarma Tbk semakin terlihat dari hasil pemeriksaan investigatif Badan Pemeriksa Keuangan terhadap pengelolaan perusahaan dan entitas anak untuk periode 2020 sampai dengan semester I 2023. Pemeriksaan tersebut menemukan adanya penyimpangan yang mengindikasikan perbuatan melawan hukum serta mengakibatkan indikasi kerugian negara. Fenomena tersebut menunjukkan bahwa persoalan perusahaan tidak hanya berkaitan dengan pencapaian laba, tetapi juga berhubungan dengan pengelolaan dan pengawasan sumber daya perusahaan. Dalam perspektif Teori Keagenan, kondisi tersebut memperlihatkan pentingnya mekanisme pengawasan agar

keputusan pengelolaan perusahaan tetap diarahkan pada kepentingan perusahaan dan pemegang saham (Badan Pemeriksa Keuangan Republik Indonesia, 2024).

Sementara itu, PT Kimia Farma Tbk juga menghadapi tekanan pada sisi kinerja keuangannya. Pada tahun 2023, penjualan perusahaan mengalami pertumbuhan sebesar 7,93 persen dibandingkan tahun sebelumnya, tetapi peningkatan tersebut disertai dengan kenaikan beban pokok penjualan sebesar 25,83 persen dan beban usaha sebesar 35,53 persen. Perbedaan laju pertumbuhan tersebut menunjukkan bahwa peningkatan penjualan belum secara otomatis menghasilkan peningkatan profitabilitas apabila biaya yang dikeluarkan tumbuh lebih tinggi. Kondisi tersebut menjadi relevan dengan Teori Keagenan karena kemampuan manajemen dalam mengendalikan biaya dan mengalokasikan sumber daya menjadi bagian penting dalam menjaga kinerja perusahaan (PT Kimia Farma Tbk, 2023).

Dalam konteks pasar modal syariah, PT Indofarma Tbk dan PT Kimia Farma Tbk juga menarik untuk diteliti karena keduanya pernah menjadi bagian dari lingkungan investasi syariah melalui Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). Namun, keberadaan suatu perusahaan dalam ISSI tidak dapat dipahami sebagai jaminan bahwa perusahaan memiliki profitabilitas yang tinggi. ISSI merupakan indeks yang mengukur kinerja saham-saham yang memenuhi kriteria syariah berdasarkan Daftar Efek Syariah yang ditetapkan oleh Otoritas Jasa Keuangan. Oleh sebab itu, status perusahaan sebagai konstituen ISSI perlu dibedakan dari kondisi profitabilitasnya, sedangkan perubahan BOPO, TATO, DER, dan NPM

dianalisis sebagai indikator kondisi keuangan perusahaan (Bursa Efek Indonesia, 2025; Otoritas Jasa Keuangan, 2025).

Dengan demikian, penelitian ini tidak menempatkan status ISSI sebagai akibat langsung dari perubahan NPM, BOPO, TATO, atau DER. ISSI digunakan sebagai konteks yang memperkuat karakteristik objek penelitian, sedangkan fokus utama penelitian diarahkan pada pengujian hubungan antara BOPO, TATO, dan DER terhadap NPM. Pendekatan tersebut penting karena kondisi perusahaan menunjukkan adanya perubahan kinerja keuangan yang tidak selalu berjalan sesuai dengan hubungan teoritis antarvariabel. Data penelitian bahkan menunjukkan bahwa perubahan BOPO, TATO, dan DER pada periode tertentu tidak selalu diikuti oleh perubahan NPM sebagaimana yang diperkirakan secara teoritis, sehingga terdapat kesenjangan antara teori dan kondisi empiris yang perlu diuji lebih lanjut (Sugiyono, 2019).

Berdasarkan uraian tersebut, Teori Keagenan memberikan dasar pemikiran bahwa pengelolaan biaya, pemanfaatan aset, dan keputusan pendanaan merupakan bagian dari tanggung jawab manajemen dalam mengelola sumber daya yang dipercayakan oleh pemegang saham. Apabila ketiga aspek tersebut dikelola secara efektif, perusahaan diharapkan mampu mempertahankan kemampuan menghasilkan laba bersih. Sebaliknya, ketidakefisienan biaya, kurang optimalnya pemanfaatan aset, dan keputusan pendanaan yang kurang tepat dapat meningkatkan tekanan terhadap kinerja keuangan perusahaan. Oleh karena itu, hubungan BOPO, TATO, dan DER terhadap NPM pada PT Indofarma Tbk dan

PT Kimia Farma Tbk menjadi penting untuk dibuktikan berdasarkan data empiris periode 2011–2025 (Jensen & Meckling, 1976; Kasmir, 2019).

Berikut informasi fluktuasi keuangan yang dihimpun dalam penelitian ini mencakup tabel efisiensi biaya operasional (BOPO), *Total Asset Turnover* (TATO), *Debt-to-Equity Ratio* (DER), serta *Net Profit Margin* (NPM). Seluruh data laporan keuangan tersebut bersumber dari dua emiten farmasi, yaitu PT Indofarma Tbk dan Kimia Farma, dengan rentang waktu pengamatan dari tahun 2011 hingga 2025.

Tabel 1.1 Rasio BOPO, TATO, DER dan NPM PT Indofarma dan Kimia Farma Tbk Periode 2011-2025

PT Indofarma Tbk (INAF)								
Periode	BOPO	Ket	TATO	Ket	DER	Ket	NPM	Ket
2011	16,1		1,08		83,01		3,06	
2012	13,82	↓	0,97	↓	82,84	↓	3,66	↑
2013	26,34	↑	1,03	↑	119,28	↑	-4,05	↓
2014	19,56	↓	1,11	↑	110,88	↓	0,1	↑
2015	16,5	↓	1,06	↓	158,76	↑	0,4	↑
2016	17,4	↑	1,21	↑	139,97	↓	-1,04	↓
2017	16,66	↓	1,07	↓	191,55	↑	-2,84	↓
2018	17,41	↑	1,1	↑	190,42	↓	-2,06	↑
2019	16,79	↓	0,96	↓	174,08	↓	0,59	↑
2020	57,22	↑	1,1	↑	298,15	↑	0,002	↓
2021	10,4	↓	1,47	↑	344,44	↑	-1,29	↓
2022	23,88	↑	23,88	↑	23.521,66	↑	46,68	↑
2023	42,97	↑	0,69	↓	-194,49	↓	-137,70	↓
2024	109,72	↑	0,34	↓	-154,03	↑	-158,99	↓
2025	67,52	↓	0,28	↓	-175,82	↓	-51,46	↑
PT Kimia Farma Tbk (KAEF)								
Periode	BOPO	Ket	TATO	Ket	DER	Ket	NPM	Ket
2011	23,44		201,72		43,25		4,93	
2012	24,43	↑	179,66	↓	44,5	↑	5,49	↑
2013	23,98	↓	189,41	↑	68,1	↑	4,96	↓
2014	24,33	↑	146,52	↓	67,88	↓	5,7	↑
2015	25,25	↑	146,63	↑	67,02	↓	5,46	↑
2016	25,46	↑	148,09	↑	103,07	↑	4,67	↓
2017	29,24	↑	91,67	↓	122,12	↑	5,41	↑

2018	29,61	↑	97,09	↑	173,24	↑	6,33	↑
2019	34,17	↑	63,34	↓	147,58	↓	0,17	↓
2020	33,24	↓	55,72	↓	147,17	↓	0,2	↓
2021	27,22	↓	72,8	↑	145,58	↓	2,25	↑
2022	37,27	↑	49,87	↓	147,38	↑	-1,36	↓
2023	45,54	↑	53,31	↑	175,08	↑	-18,28	↓
2024	38,14	↓	1,32	↓	335,39	↑	-12,16	↑
2025	35,9	↓	0,63	↓	418,46	↑	-4,81	↑

Sumber: Data sekunder diolah oleh peneliti dari *Annual Report website* resmi Perusahaan
dan dari BEI www.idx.co.id

Keterangan:

↑ = Ada peningkatan dari periode lalu

↓ = Ada penurunan dari periode lalu

 = Adanya Gap anatar teori dengan data aktual

Ilustrasi data pada tabel tersebut memperlihatkan adanya ketidaksesuaian arah hubungan antara variabel BOPO, TATO, DER, dan NPM jika disandingkan dengan kerangka teoretis yang telah diuraikan. Walaupun hukum teori keuangan menegaskan bahwa peningkatan beban BOPO dan DER ataupun penurunan efisiensi TATO akan menekan pencapaian NPM, potret berbeda justru tecermin dari realitas aktual di mana sejumlah metrik keuangan kedapatan bergerak menyimpang dari asumsi baku tersebut.

Pada PT Indofarma terlihat adanya ketidaksesuaian antara teori dengan data empiris. Pada tahun 2012 TATO mengalami penurunan dari 1,08 menjadi 0,97 namun NPM justru mengalami kenaikan dari 0,06% menjadi 3,66%. Pada tahun 2013 ketika TATO mengalami kenaikan dari 0,97 menjadi 1,03 dan NPM mengalami penurunan dari 3,66% menjadi -4,05%. Tahun 2015 TATO mengalami penurunan dari 1,11 menjadi 1,06, DER mengalami kenaikan dari

110,88% menjadi 158,76% sedangkan NPM mengalami kenaikan dari 0,1% menjadi 0,4%. Tahun 2016 TATO mengalami kenaikan 1,21 dan DER mengalami penurunan 139,97% NPM justru mengalami penurunan -1,04%.

Pada tahun 2017 BOPO mengalami penurunan 16,66% akan tetapi NPM mengalami penurunan -2,84%. Pada tahun 2018 BOPO mengalami kenaikan dari 16,66% menjadi 17,41% akan tetapi NPM mengalami kenaikan juga dari -2,84% menjadi -2,06%. Tahun 2019 TATO mengalami penurunan dari 1,1 menjadi 0,96, NPM mengalami kenaikan dari -2,06% menjadi 0,59%. Tahun 2020 TATO mengalami kenaikan dari 0,96 menjadi 1,1 dan NPM mengalami penurunan dari 0,59% menjadi 0,002%. Tahun 2021 BOPO mengalami penurunan 23,88%, TATO mengalami kenaikan 1,47% dan NPM mengalami penurunan -1,29%. Tahun 2022 BOPO mengalami kenaikan 23,88%, der mengalami kenaikan 23.521,66% dan NPM mengalami kenaikan 46,68%.

Rasio DER mencatatkan penurunan signifikan dari angka 23.521,66% menjadi 194,49% pada tahun 2023, yang dibarengi pula oleh merosotnya nilai NPM dari posisi 46,68% menuju -137,70%. Sementara itu, fluktuasi berlanjut hingga tahun 2025 ketika penurunan rasio TATO dari 0,34 ke 0,28 justru diikuti oleh perbaikan margin laba bersih (NPM) yang merangkak naik dari -158,99% menjadi -51,46%. Dari penjelasan table tersebut dapat disimpulkan bahwa data empiris PT Indofarma tidak sesuai dengan teori yang telah diuraikan diatas, sehingga dapat dikatakan adanya GAP antara teori dan data empiris perusahaan Indofarma.

Ketidaksesuaian arah hubungan variabel finansial terhadap postulat teori turut diperlihatkan oleh data historis PT Kimia Farma pada periode 2012. Kenaikan rasio BOPO dari 23,44% menjadi 24,43%, perlambatan nilai TATO dari 201,72 ke 179,66, serta eskalasi DER dari posisi 43,255% ke 44,5% secara normatif seharusnya menekan laba. Namun, realitasnya pencapaian rasio NPM justru terdongkrak secara signifikan dari semula 4,93% hingga menyentuh angka 5,49%. Tahun 2013 BOPO mengalami penurunan 23,98%, TATO mengalami kenaikan 189,41, dan NPM mengalami penurunan 4,96%. Tahun 2014 BOPO mengalami kenaikan 24,33%, TATO mengalami penurunan 146,52% dan NPM mengalami kenaikan 5,46%.

Pada tahun 2015 juga terjadi ketidaksesuaian data empiris dengan teori, dimana BOPO mengalami kenaikan 25,25%, akan tetapi NPM justru malah mengalami kenaikan 5,46%. 2016 TATO mengalami kenaikan 148,09, dan NPM berbanding terbalik mengalami penurunan 4,67%. Tahun 2017 BOPO mengalami kenaikan 29,24%, TATO mengalami penurunan 91,67, DER mengalami kenaikan 103,07%, dan NPM mengalami kenaikan 5,41%. Tahun 2018 BOPO mengalami kenaikan 29,61%, DER mengalami kenaikan 173,24% dan NPM mengalami kenaikan juga 6,33.

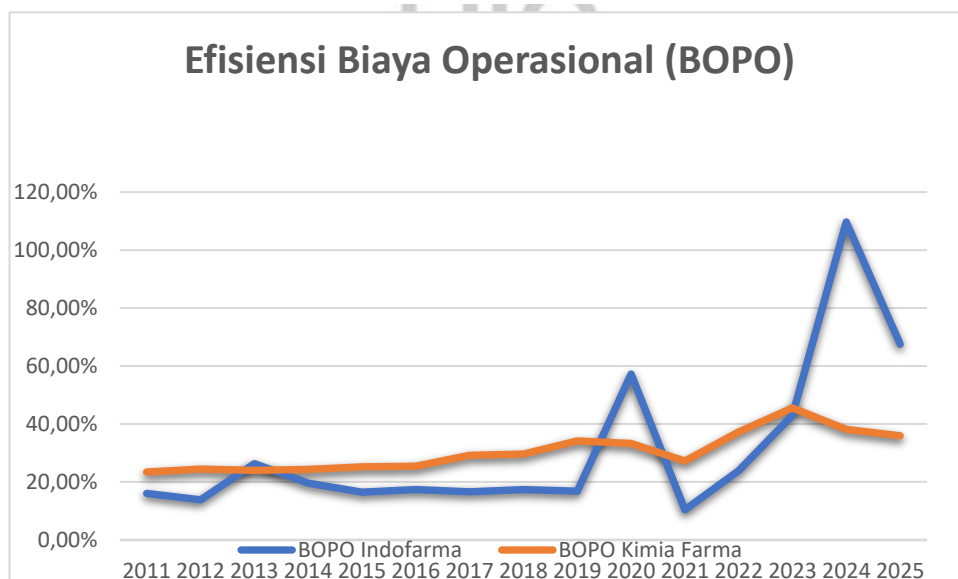
Tahun 2019 DER mengalami penurunan 147,58% diikuti dengan penurunan NPM 0,17%. Tahun 2020 BOPO mengalami penurunan 33,24%, DER mengalami penurunan 147,17% dan NPM juga ikut mengalami penurunan 0,2%. Tahun 2023 TATO mengalami kenaikan 53,31 akan tetapi NPM mengalami penurunan -18,285. Pada tahun 2024 TATO mengalami penurunan 1,32, DER

mengalami kenaikan 335,39%, dan NPM justru mengalami peningkatan -12,16. Terakhir pada tahun 2025 TATO mengalami penurunan 0,63, DER mengalami kenaikan 418,46%, dan NPM juga mengalami kenaikan -4,81%.

Dari urain kedua perusahaan tersebut dapat disimpulkan bahwa adanya GAP antara teori dan data empiris dilapangan, sehingga menarik untuk diteliti apakah rasio BOPO, TATO dan DER berpengaruh terhadap NPM pada perusahaan Indofarma dan Kimia Farma.

Perkembangan naik-turunnya indikator fundamental yang meliputi BOPO, TATO, DAR, dan NPM dari PT Indofarma Tbk serta PT Kimia Farma Tbk selama periode 2011–2025 dirangkum ke dalam format grafik garis. Penyajian visual ini ditujukan agar pembaca dapat menangkap esensi dan pola perubahan data finansial secara lebih mudah dan terstruktur:

Grafik 1.1
Fluktuasi BOPO PT Indofarma dan Kimia Farma Tbk Periode 2011-2025



Sumber: Data sekunder diolah oleh peneliti dari *Annual Report website* resmi Perusahaan dan BEI www.idx.co.id

Ketiadaan konsistensi dan adanya pola asimetris mewarnai dinamika efisiensi biaya operasional (BOPO) pada dua badan usaha milik negara di sektor farmasi. Gejala fluktuatif ini terekam dalam performa finansial PT Indofarma (Persero) Tbk dan PT Kimia Farma Tbk selama rentang investasi 2011–2025. Kondisi ketidakberaturan tersebut terekam secara konkret melalui visualisasi diagram garis yang dipaparkan sebelumnya. Meskipun rata-rata nilai BOPO kedua perusahaan secara umum berada di bawah 90%, fluktuasi tajam pada tahun-tahun tertentu mengindikasikan adanya ketidakstabilan dalam pengelolaan biaya operasional.

Pada PT Indofarma, gejolak ekstrem terjadi sejak memasuki era pandemi hingga pascapandemi. Indofarma menyentuh titik BOPO terendah sebesar 10,40% pada tahun 2021 akibat anomali lonjakan pendapatan temporer dari pengadaan medis darurat, sebelum akhirnya melonjak drastis hingga mencapai puncaknya di angka 109,72% pada tahun 2024 yang menandakan inefisiensi akut. Namun, pada tahun 2025, Indofarma mulai menunjukkan tanda pemulihan dengan menekan BOPO kembali ke angka 67,52% melalui restrukturisasi massal.

Manajemen biaya yang dijalankan oleh PT Kimia Farma memperlihatkan pergerakan yang jauh lebih terukur dan linier jika dibandingkan dengan PT Indofarma Tbk. Fluktuasi pengeluaran operasional perusahaan ini berhasil ditekan agar tidak mengalami lonjakan ekstrem seperti yang terjadi pada Indofarma. Memulai periode dengan nilai BOPO paling efisien sebesar 23,44% pada tahun 2011, angka tersebut merangkak naik secara bertahap hingga mencapai titik

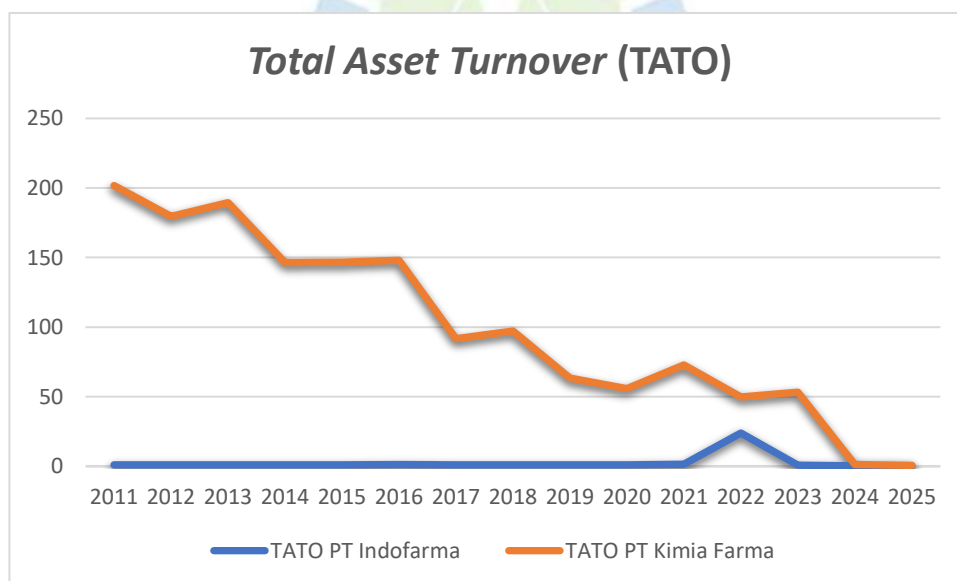
tertingginya di angka 45,54% pada tahun 2023. Stabilisasi operasional secara konsisten berhasil ditunjukkan oleh Kimia Farma pasca-2023.

Capaian tersebut dibuktikan lewat penurunan rasio BOPO hingga menyentuh level 38,14% pada tahun 2024, yang kemudian ditekan kembali hingga mencapai angka 35,90% pada periode 2025. Pergerakan yang relatif landai ini mengindikasikan bahwa model bisnis ritel farmasi yang dimiliki Kimia Farma memiliki daya tahan struktural yang lebih stabil dalam menyerap beban operasional harian dibandingkan dengan Indofarma.



Grafik 1.2

Fluktuasi Total Aset Turnover PT Indofarma dan Kimia Farma Tbk
Periode 2011-2025



Sumber: Data sekunder diolah oleh peneliti dari *Annual Report website* resmi Perusahaan dan BEI www.idx.co.id

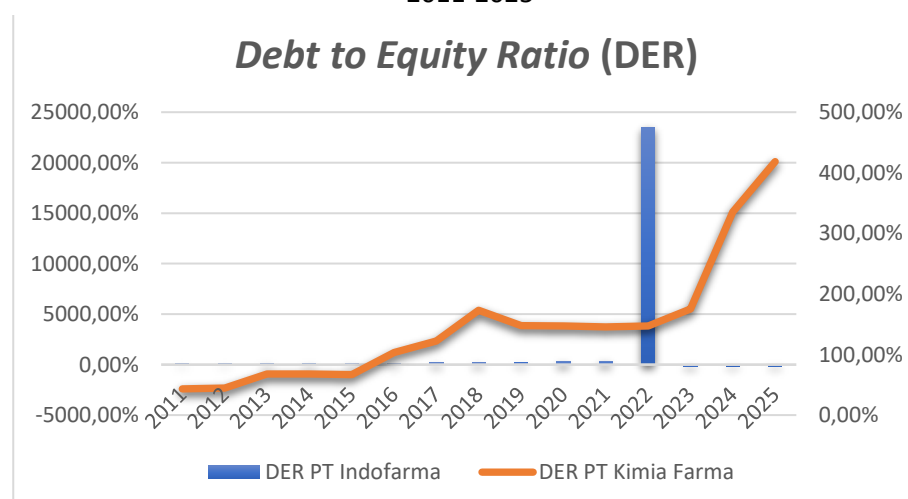
Kesenjangan yang sangat mencolok mewarnai efektivitas pemanfaatan modal pada kedua badan usaha milik negara di bidang farmasi tersebut selama masa penelitian. Ketidakseimbangan performa ini terekam secara jelas lewat

pergerakan nilai rasio *Total Asset Turnover* (TATO) yang disajikan pada diagram di atas. Fenomena ketimpangan ini terekam secara konkret melalui indikator *Total Asset Turnover* (TATO) yang dipaparkan dalam bagan di atas.

PT Kimia Farma Tbk mendominasi grafik dengan perolehan rasio yang jauh lebih tinggi, meskipun secara keseluruhan trennya terus mengalami kemerosotan yang masif. Pada 2011, Kimia Farma mencatatkan efisiensi pemanfaatan aset tertinggi di kisaran angka 200, yang kemudian melandai secara bertahap hingga jatuh mendekati level nol pada rentang tahun 2024–2025. Penurunan konsisten ini mengindikasikan ekspansi aset perusahaan.

Grafik TATO milik Indofarma bergerak stagnan secara ekstrem dan hampir selalu menempel pada garis dasar (mendekati nol) di sepanjang periode pengamatan. Anomali pergerakan hanya terjadi pada tahun 2022, ketika garis grafik sempat membentuk lonjakan kecil hingga menyentuh angka 25 sebelum akhirnya kembali ambles secara drastis ke titik terendah. Pola grafik yang mendatar dan sangat rendah ini mengonfirmasi adanya masalah struktural yang serius pada Indofarma, di mana perusahaan gagal mengoptimalkan modal dan aset yang dimilikinya untuk menghasilkan perputaran bisnis yang produktif, yang pada akhirnya memicu krisis keuangan pada tahun-tahun terakhir pengamatan.

Grafik 1.3
Fluktuasi Debt to Equity Ratio (DER) PT Indofarma dan Kimia Farma Tbk Periode 2011-2025



Sumber: Data sekunder diolah oleh peneliti dari *Annual Report website* resmi Perusahaan dan BEI Indonesia www.idx.co.id

Pola diagram DER kedua emiten merekam bagaimana manajemen sangat mengandalkan pembiayaan dari pihak luar dengan karakteristik pertumbuhan risiko yang berlainan. Manajemen PT Kimia Farma Tbk (garis oranye) memicu kenaikan risiko keuangan secara perlahan tetapi pasti. Perusahaan mengawali periode 2011-2015 pada level aman di bawah 100%, lalu meningkatkan porsi utangnya hingga tertahan di kisaran 150% sepanjang tahun 2019–2022, hingga puncaknya mereka mencatatkan lonjakan ekstrem melampaui angka 400% pada akhir tahun 2025. Tren ini mengindikasikan akumulasi utang masif yang tidak diimbangi oleh penguatan modal bersih perusahaan.

Kondisi yang jauh lebih ekstrem dialami oleh PT Indofarma Tbk. (batang biru). Setelah bergerak landai di awal dekade, Indofarma mencatatkan anomali lonjakan utang yang sangat masif dan tidak wajar pada tahun 2022, di mana nilai DER melesat drastis hingga mendekati angka 25.000%. Lonjakan vertikal menandakan bahwa operasional perusahaan saat itu hampir sepenuhnya ditopang oleh utang akibat kerugian struktural yang menahun.

Grafik 1.4

Fluktuasi Net Profit Margin (NPM) PT Indofarma dan Kimia Farma Tbk Periode 2011-2025



Sumber: Data sekunder diolah oleh peneliti dari *Annual Report website* resmi

Perusahaan dan BEI www.idx.co.id

Grafik NPM kedua emiten memperlihatkan pola penurunan yang mengonfirmasi krisis keuangan mendalam, terutama pada akhir periode pengamatan. PT Kimia Farma Tbk. (garis oren), mengalami perubahan sedikit stabil, hingga mencapai nilai negatif tahun 2023 dengan kerugian mencapai kisaran -20%. PT Indofarma Tbk. (garis biru) bergerak stagnan di sekitar angka nol selama satu dekade. Pada rentang tahun 2023–2024 terjadi penurunan profitabilitas yang drastis dengan nilai -150%. Meskipun kedua perusahaan menunjukkan kurva perbaikan atau pemulihan rugi pada tahun 2025, posisinya yang masih tertahan di zona negatif artinya pemulihan struktur profitabilitas mereka berjalan lambat dan menantang.

Berdasarkan pemaparan di atas, dapat dinyatakan bahwa setiap penurunan BOPO tidak selalu diikuti dengan kenaikan NPM, dan ketika TATO mengalami kenaikan NPM juga tidak selalu ikut mengalami kenaikan. Selain itu, pada rasio DER juga ketika mengalami kenaikan NPM malah ikut naik. Hal tersebut menandakan adanya GAP antara teori dan data empiris perusahaan. Tidak hanya itu, kinerja operasional dan keuangan perusahaan juga diketahui sedang mengalami permasalahan. Hal tersebut menjadi indikator yang menarik untuk diteliti.

Ketertarikan peneliti untuk menelaah lebih mendalam problematika finansial tersebut dipicu oleh berbagai fenomena serta permasalahan yang termuat di dalam latar belakang. Urgensi tersebut oleh karena itu dikemas oleh peneliti ke dalam sebuah bentuk karya ilmiah yang diberi judul “Pengaruh Efisiensi Biaya

Operasional (BOPO), Total Asset Turnover (TATO), dan Debt to Equity Ratio (DER) terhadap Net Profit Margin (NPM) pada Perusahaan Sektor Farmasi yang Terdaftar di Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) (Studi pada PT Indofarma Tbk dan PT Kimia Farma Tbk Periode 2011-2025)”.

B. Rumusan Masalah

Esensi masalah yang bersumber dari pemaparan latar belakang di atas dibedah oleh peneliti melalui penyusunan beberapa poin rumusan masalah secara terstruktur di bawah ini:

1. Apakah ada pengaruh Efisiensi Biaya Operasional (BOPO) secara parsial terhadap *Net Profit Margin* (NPM) pada PT Indofarma Tbk dan Kimia Farma Tbk. periode 2011-2025?
2. Apakah ada pengaruh *Total Asset TurnOver* (TATO) secara parsial terhadap *Net Profit Margin* (NPM) pada PT Indofarma Tbk dan Kimia Farma Tbk. periode 2011-2025?
3. Apakah ada pengaruh *Debt to Equity Ratio* (DER) secara parsial terhadap *Net Profit Margin* (NPM) pada PT Indofarma Tbk dan Kimia Farma Tbk. periode 2011-2025?
4. Apakah ada pengaruh Efisiensi Biaya Operasional (BOPO), *Total Asset TurnOver* (TATO), dan *Debt to Equity Ratio* (DER) secara simultan terhadap *Net Profit Margin* (NPM) pada PT Indofarma Tbk dan Kimia Farma Tbk. periode 2011-2025?

C. Tujuan Penelitian

Mengacu pada rumusan masalah diatas, peneliti ini memiliki tujuan sebagai berikut:

1. Mengetahui pengaruh Efisiensi Biaya Operasional (BOPO) secara parsial terhadap *Net Profit Margin* (NPM) pada PT Indofarma Tbk dan Kimia Farma Tbk. periode 2011-2025.
2. Mengetahui pengaruh *Total Asset TurnOver* (TATO) secara parsial terhadap *Net Profit Margin* (NPM) pada PT Indofarma Tbk dan Kimia Farma Tbk. periode 2011-2025.
3. Mengetahui pengaruh *Debt to Equity Ratio* (DER) secara parsial terhadap *Net Profit Margin* (NPM) pada PT Indofarma dan Kimia Farma Tbk. periode 2011-2025.
4. Mengetahui pengaruh Efisiensi Biaya Operasional (BOPO), *Total Asset TurnOver* (TATO), dan *Debt to Equity Ratio* (DER) secara simultan terhadap *Net Profit Margin* (NPM) pada PT Indofarma Tbk dan Kimia Farma Tbk. periode 2011-2025.

D. Manfaat Penelitian

Manfaat Teoretis (Bagi Ilmu Pengetahuan dan Akademisi)

1. Bagi Khazanah Keilmuan: Penambahan kontribusi kajian ilmiah pada ranah manajemen keuangan diharapkan dapat diwujudkan melalui hasil studi ini, khususnya yang relevan dengan peran indikator BOPO, TATO, dan DER dalam mengintervensi nilai NPM.

2. Bagi Peneliti Selanjutnya: Pemanfaatan karya ilmiah ini diharapkan mampu bertindak sebagai materi rujukan ataupun bahan pertimbangan bagi akademisi mendatang yang hendak membedah topik kinerja operasional serta finansial di industri farmasi secara mendalam.

Manfaat Praktis (Bagi Perusahaan dan Praktisi)

1. Bagi Emiten Terkait (PT Indofarma Tbk & PT Kimia Farma Tbk): Gambaran mengenai dinamika kinerja finansial PT Indofarma Tbk dan PT Kimia Farma Tbk sepanjang rentang waktu 2011-2025 dapat diperoleh secara konkret melalui hasil riset ini dengan mengacu pada pencapaian laba bersihnya sebagai bahan evaluasi internal manajemen.

Manfaat Praktis (Bagi Investor dalam pengambilan keputusan)

1. Semoga hasil kajian ini menjadi gambaran untuk investor dalam mengambil keputusan jika ingin menanamkan modalnya dengan melihat kinerja keuangan dan oprasional perusahaan.