

PENGARUH KEPEMILIKAN SAHAM MAYORITAS TERHADAP KINERJA KEUANGAN PERUSAHAAN FARMASI (STUDI PERUSAHAAN FARMASI YANG TERDAFTAR DI BEI TAHUN 2015-2019)

Salsabila¹, Urip Santoso²

^{1,2} Program Studi Administrasi Bisnis, Universitas Katolik Parahyangan, Bandung
¹salsaaab1599@gmail.com
²uripsan@gmail.com

ABSTRAK

Pemegang saham mayoritas memiliki hak mutlak untuk menunjuk atau memengaruhi pengangkatan pejabat puncak perusahaan, pengambilan keputusan, dan akses terhadap informasi. Kinerja perusahaan merupakan tolak ukur bagi suatu perusahaan dalam mencapai tujuannya. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui kondisi kepemilikan saham mayoritas, kondisi kinerja keuangan, dan pengaruh kepemilikan saham mayoritas terhadap kinerja keuangan perusahaan farmasi yang terdaftar di BEI tahun 2015-2019. Penelitian ini dilakukan terhadap 8 perusahaan farmasi yang terdaftar di BEI tahun 2015-2019. Metode yang digunakan adalah kuantitatif, hipotesis-deduktif. Teknik pengumpulan data yang digunakan *unobtrusive method*. Penelitian ini menggunakan analisis deskriptif dan regresi linier sederhana (*simple linear regression*). Penelitian ini menguji pengaruh kepemilikan saham mayoritas terhadap kinerja keuangan perusahaan farmasi yang diukur dengan rasio pertumbuhan penjualan, *return on assets*, *return on equity*, pertumbuhan laba per saham, dan *price to book value*. Hasil penelitian menunjukkan kepemilikan saham mayoritas hanya berpengaruh signifikan terhadap pertumbuhan laba per saham dan *price to book value*. Prinsip GCG menjadi sangat penting dan perlu diterapkan pada perusahaan. Setiap organ perusahaan harus dapat menjalankan fungsinya berdasarkan hak dan tanggung jawabnya masing-masing.

Kata kunci: Kepemilikan Saham Mayoritas, Kinerja Keuangan, Perusahaan Farmasi

ABSTRACT

The majority shareholder has the absolute right to appoint or to influence the appointment of company's top management officials, to make decision, and to access company's information. Company performance is the benchmark for a company to achieve its goals. This research aims to determine the condition of majority share ownership, the condition of financial performance, and the influence of majority share ownership to the financial performance of pharmaceutical companies listed on the Indonesia Stock Exchange in 2015-2019. This research was conducted on 8 pharmaceutical companies listed on the Indonesia Stock Exchange in 2015-2019. This research uses quantitative, hypothetical-deductive method. The data collection technique used is the unobtrusive method. This research uses descriptive analysis and simple linear regression. This research examines the effect of majority share ownership on the financial performance of pharmaceutical companies as measured by the ratio of sales growth, return-on-assets, return-on-equity, earnings-per-share growth, and price-to-book value. The results show that majority share ownership only had a significant effect on the growth of earnings-per-share and price-to-book value. GCG principles are very important and need to be applied to companies. Every role of a company must be able to carry out its functions based on their respective rights and responsibilities.

Keywords: Majority Share Ownership, Financial Performance, Pharmaceutical Companies

PENDAHULUAN

Pada tahun 2019 perusahaan manufaktur mendominasi 25% transaksi saham di pasar modal (Indonesia Stock Exchange, 2019). Perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia terdiri dari tiga sektor industri, yaitu industri dasar & kimia (*Basic Industry & Chemicals*), aneka industri (*Miscellaneous Industry*), dan industri barang konsumsi (*Consumer Goods Industry*). Frekuensi transaksi saham sub-sektor farmasi sebesar 32%

dari sektor industri barang konsumsi (*Consumer Goods Industry*) dan 4% dari total transaksi di industri manufaktur (Indonesia Stock Exchange, 2019). Perusahaan farmasi adalah perusahaan komersial yang memproduksi, meneliti, mengembangkan, dan mendistribusikan obat dan atau bahan obat (Sharabati, Jawad, & Bontis, 2010, pp. 105-106). Indonesia memiliki lokasi industri farmasi yang mempunyai peluang

pertumbuhan signifikan. Pasar Indonesia adalah yang terbesar di kawasan Asia Tenggara secara absolut dan memiliki salah satu proyeksi pertumbuhan tercepat antara 2017 sampai 2027 (Lim & Rokhim, 2020). Indonesia merupakan negara di kawasan ASEAN yang mampu mendominasi pangsa pasar farmasi yakni sebesar 75% oleh perusahaan lokal dan perusahaan asing menguasai sisanya 25% (Cekindo, 2021). Indonesia merupakan tempat yang memberikan peluang investasi menguntungkan bagi industri farmasi mengingat besarnya potensi pasar dan peningkatan anggaran pemerintah untuk layanan kesehatan.

Perusahaan dengan kinerja yang baik dapat mendukung pencapaian tujuan strategi, dibutuhkan manajemen kinerja untuk mengimplementasikan hal tersebut (Sahoo & Jena, 2012, p. 297). Kinerja perusahaan dapat meningkat jika tingkat dewan independen tinggi, ukuran dewan besar dan rapat dewan sering dilakukan (Farooque, Buachoom, & Sun, 2019). Praktik tata kelola yang aktif akan berdampak positif terhadap kinerja keuangan perusahaan (Tanjung, 2020, p. 638). Dalam pengukuran kinerja keuangan variabel yang secara umum diterima dalam evaluasi tata kelola perusahaan adalah: (1) pertumbuhan penjualan, (2) laba atas aset (*Return On Asset*), (3) laba atas ekuitas (*Return On Equity*), (4) pertumbuhan laba per saham (G-EPS), dan (5) harga saham terhadap nilai buku (Chugh, Meador, & Meador, 2010, p. 4).

Ada beragam pihak yang ikut serta dalam menentukan keberhasilan sebuah perusahaan, yaitu pemangku kepentingan (*Stakeholder*). Pemegang saham termasuk ke dalam *Primary Stakeholder*, memiliki kepentingan langsung terhadap organisasi dan keberhasilan sebuah perusahaan (Daniri, 2014). Saham memberi investor kesempatan untuk mempengaruhi pengambilan keputusan perusahaan. Salah satu hak pemegang saham adalah hadir, mengutarakan pendapat, dan memberikan suara di RUPS dengan ketentuan satu saham satu suara (International Finance Corporation, 2018). Semakin besar jumlah hak suara yang dimiliki oleh pemegang saham, maka semakin kuat. Ada dua pemegang saham yaitu pemegang saham mayoritas dan minoritas.

Pemegang saham mayoritas merupakan pemegang saham pengendali dengan kepemilikan lebih dari 50% yang harus memperhatikan kepentingan pemegang saham minoritas dan pemangku kepentingan lainnya (International Finance Corporation, 2018). Pemegang saham mayoritas memiliki hak mutlak untuk menunjuk atau mempengaruhi pengangkatan pejabat puncak perusahaan, pengambilan keputusan, dan akses terhadap informasi. Pemegang saham minoritas memiliki keterbatasan dalam hal tersebut sehingga tidak memiliki pengaruh yang besar (Agyemang, Aboagye, & Frimpong, 2015, p. 62). Dalam menjalankan prosesnya, pemegang saham mayoritas harus memperhatikan pemangku kepentingan lainnya dan keberlangsungan hidup perusahaan. Setiap keputusan yang diambil harus mampu menunjang peningkatan kinerja keuangan perusahaan. Bagi sebuah perusahaan penting untuk mengetahui pengaruh yang diberikan oleh kepemilikan saham mayoritas terhadap kinerja perusahaan.

Kepemilikan saham perusahaan mayoritas dan minoritas memiliki pengaruh yang berbeda terhadap kinerja perusahaan (Chugh, Meador, & Meador, 2010, p. 9). Menurut Kao, Hodgkinson, & Jaafar (2019, p. 209), konsentrasi kepemilikan memiliki pengaruh yang baik terhadap kinerja perusahaan. Hak pemegang saham yang lebih kuat mendorong kualitas laba yang lebih tinggi (Jiang & Anandarajan, 2009, p. 786).

Penelitian ini berfokus pada kondisi kepemilikan saham mayoritas dan kinerja keuangan yang diukur dengan rasio pertumbuhan penjualan, *Return On Asset*, *Return On Equity*, pertumbuhan laba per saham, dan *Price to Book Value*. Selain itu, akan dilihat pula pengaruh kepemilikan saham mayoritas terhadap kinerja keuangan.

KAJIAN TEORI

Good Corporate Governance

GCG adalah prinsip yang mengarahkan dan mengendalikan perusahaan agar mencapai keseimbangan antara kekuatan serta kewenangan perusahaan dalam memberikan pertanggung jawabannya kepada para *shareholders* khususnya, dan *stakeholders* pada umumnya (Daniri, 2014).

Ada dua teori terkait dengan *corporate governance*, yakni *stewardship theory* dan *agency theory* (Daniri, 2014). Kedua teori tersebut merupakan turunan dari *entity theory*. *Entity theory* mengasumsikan terjadinya pemisahan antara kepentingan pribadi pemilik entitas (*owner's*) dengan entitas bisnisnya (perusahaan) (Alijoyo & Zaini, 2004). *Stewardship theory* memandang manajemen yang dapat dipercaya untuk bertindak dengan sebaik-baiknya bagi kepentingan publik pada umumnya maupun pemegang saham pada khususnya (Daniri, 2014). Dalam *stewardship theory*, adanya peran ganda antara CEO (*Chief Executive Officer*) dengan Chairman. Alijoyo & Zaini (2004) juga menjelaskan bahwa perusahaan-perusahaan yang mengadopsi *stewardship theory*, peran CEO dan Chairman dipegang oleh individu yang sama (*One-tier Board system* disebut CEO duality). *One board system (the unitary board system)* dipergunakan di negara-negara industri maju khususnya Amerika, Eropa, Australia, termasuk di beberapa negara maju di Asia (Daniri, 2014). Sementara itu, *agency theory* memandang bahwa manajemen tidak dapat dipercaya untuk bertindak dengan sebaik-baiknya bagi kepentingan publik pada umumnya maupun pemegang saham pada khususnya (Daniri, 2014). Oleh karena itu, ada pemisahan antara kepengurusan dengan kepemilikan, yang memungkinkan terjadinya *agency problem*. *Agency problem* timbul akibat adanya kesenjangan antara kepentingan pemegang saham sebagai pemilik dan manajemen sebagai pengelola (Alijoyo & Zaini, 2004). Manajer harus memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham, di sisi lain manajer berkepentingan untuk memaksimalkan kesejahtraannya (Widnyana et al., 2020). Hal ini memungkinkan adanya asimetri informasi, manajer lebih mengetahui informasi internal dan prospek perusahaan dibandingkan dengan pemegang saham dan pemangku kepentingan lain (Widnyana et al., 2020).

Adanya asimetri informasi dapat memotivasi manajer untuk menyajikan informasi yang tidak benar kepada pemilik, terutama jika berkaitan dengan pengukuran kinerja manajer. (Widnyan et al., 2020). Oleh karena itu diperlukan peran pengawas, hal ini berkaitan dengan *two board system*. Struktur *two boards* memisahkan

antara fungsi, tugas dan wewenang dewan pengelola dengan dewan pengawas perusahaan (Daniri, 2014). Dalam *two boards system*, forum RUPS memiliki tugas dan wewenang untuk memilih, mengangkat, mengawasi dan memberhentikan anggota Dewan Komisaris dan Direksi. Kedua dewan tersebut harus melaksanakan prinsip GCG. Ada lima prinsip dasar GCG yaitu, *transparency, accountability, responbility, independency, dan fairness*. Seberapa jauh perusahaan memperhatikan prinsip-prinsip dasar GCG telah semakin menjadi faktor penting dalam pengambilan keputusan investasi (Daniri, 2014).

Kepemilikan Saham

Menurut Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 Tentang Perseroan Terbatas, saham memberikan hak kepada pemiliknya untuk menghadiri dan mengeluarkan suara dalam RUPS, menerima pembayaran dividen dan sisa kekayaan hasil likuidasi, dan menjalankan hak lainnya berdasarkan Undang-Undang Perseroan Terbatas Nomor 40 Tahun 2007. Mekanisme utama perlindungan dan pelaksanaan hak-hak pemegang saham adalah Rapat Umum Pemegang Saham (Daniri, 2014). Pemegang saham dapat memberikan suaranya dalam menentukan arah pengelolaan perusahaan, mendapatkan informasi material yang penting tentang perkembangan perusahaan, dan memutuskan besarnya keuntungan perseroan yang dapat dibagikan kepada pemegang saham (Daniri, 2014).

Tujuan kepemilikan saham ada tiga yaitu : (1) Control, (2) Dividends, dan (3) Capital Gains (International Finance Corporation, 2018). Pemegang saham merupakan salah satu *primary stakeholder*, yaitu individu atau kelompok yang memiliki kepentingan langsung terhadap organisasi dan keberhasilan sebuah perusahaan (Daniri, 2014). Nilai bagi pemegang saham dalam bentuk dividen, pertumbuhan harga saham, dan aset perusahaan merupakan ukuran atau cerminan tingkat kinerja perusahaan dalam mengelola berbagai kepentingan para *stakeholder*-nya (Daniri, 2014). Kepemilikan saham di klasifikasikan menjadi mayoritas (pengendali) dan

minoritas (non-pengendali) (International Finance Corporation, 2018).

Hak Pemegang Saham

Setiap saham memberikan kepada pemilikinya hak yang tidak dapat dibagi berdasarkan Undang-Undang Perseroan Terbatas Pasal 52 ayat 4. Hak pemegang saham harus dilindungi dan dapat dilaksanakan sesuai peraturan perundang-undangan dan anggaran dasar perusahaan. Komite Nasional Kebijakan Governance (2006) menjelaskan tentang hak pemegang saham dalam Pedoman Umum *Good Corporate Governance* Indonesia sebagai berikut.

1. Hak untuk menghadiri;
2. Hak untuk memperoleh informasi mengenai perusahaan secara tepat waktu, benar dan teratur, kecuali hal-hal yang bersifat rahasia;
3. Hak untuk menerima bagian dari keuntungan perusahaan;
4. Hak untuk memperoleh penjelasan lengkap dan informasi yang akurat mengenai prosedur yang harus dipenuhi berkenaan dengan penyelenggaraan RUPS;
5. Dalam hal terdapat lebih dari satu jenis dan klasifikasi saham dalam perusahaan, maka: (i) setiap pemegang saham berhak mengeluarkan suara sesuai dengan jenis, klasifikasi dan jumlah saham yang dimiliki; dan (ii) setiap pemegang saham berhak untuk diperlakukan setara berdasarkan jenis dan klasifikasi saham yang dimilikinya.

Kepemilikan Saham Mayoritas

Pemegang saham mayoritas merupakan pemegang saham pengendali dengan persentase kepemilikan saham lebih dari 50% yang memiliki pengaruh terhadap perusahaan berdasarkan prinsip *one share one vote* (International Finance Corporation, 2018). Pemegang saham mayoritas sebagai pemegang saham yang memiliki kendali terhadap perusahaan melalui hak yang diperoleh dari jumlah saham yang dimiliki (Crocì et al., 2016:105). Pemegang saham mayoritas merupakan pemegang saham yang memiliki hak multak terhadap akses ke manajemen, dewan, dan informasi yang relevan (Agyemang et al., 2015)

Selanjutnya Komite Nasional Kebijakan Governance (2006), menjelaskan tentang tanggung jawab dari pemegang saham pengendali yaitu:

1. Memperhatikan kepentingan pemegang saham minoritas dan pemangku kepentingan lainnya sesuai peraturan perundang-undangan; dan
2. Mengungkapkan kepada instansi penegak hukum tentang pemegang saham pengendali yang sebenarnya (*ultimate shareholders*) dalam hal terdapat dugaan terjadinya pelanggaran terhadap peraturan perundang-undangan, atau dalam hal diminta oleh otoritas terkait.

Agyemang, Aboagye, & Frimpong (2015) menjelaskan tentang empat komponen utama kontrol pemegang saham sebagai berikut:

1. Mempengaruhi organisasi perusahaan melalui pemilihan direksi dan chief executive officer (CEO), serta auditor eksternal;
2. Mendapatkan informasi yang tepat waktu dan teratur;
3. Pengendalian suara; dan
4. Mempengaruhi keputusan perusahaan

Kontrol pemegang saham atas manajemen perusahaan mendorong manajer perusahaan untuk mengarahkan proses pengambilan keputusan perusahaan menuju pemaksimalan kekayaan pemegang saham (Agyemang, Aboagye, & Frimpong, 2015). Crocì, Nowak, & Ehrhardt (2016, pp 104-105) menjelaskan bahwa kepemilikan saham memberikan hak yang berbeda sesuai dengan jumlah saham yang dimiliki diantaranya:

- Blok 25 persen atau lebih memberikan hak veto pada amandemen anggaran dasar perusahaan, perubahan dewan pengawas, dan perjanjian transfer laba dan kontrol.
- Blok 50 persen atau lebih memberikan kendali manajemen atas perusahaan, tetapi keberadaan pemegang saham minoritas dengan lebih dari 25 persen suara dapat membatasi keleluasaannya.
- Blok 75 persen (*super-majority*) memberikan keleluasaan penuh kepada pihak pengendali dalam pemilihan dewan pengawas, profit-transfer, dan perjanjian kontrol.
- Blok 90 persen atau lebih membatasi hak sisa pemegang saham minoritas.
- Terakhir, 95 persen adalah ambang batas yang, setelah terlampaui, memungkinkan pemegang

saham pengendali untuk menekan investor minoritas.

Dari uraian teori pemegang saham, hak pemegang saham dan kepemilikan saham dapat disimpulkan kepemilikan saham mayoritas adalah saham yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali yang memiliki pengaruh terhadap perusahaan melalui hak mereka berdasarkan jumlah saham yang dimiliki. Kepemilikan saham tersebut dapat diukur dengan cara membandingkan kepemilikan saham dengan total lembar saham yang beredar (persentase kepemilikan saham) (International Finance Corporation, 2018; Croci et al., 2016; Agyemang et al., 2015; Komite Nasional Kebijakan Governance, 2006).

Kinerja Keuangan

Keuangan dapat didefinisikan sebagai ilmu dan seni dalam mengelola uang (Gitman & Zutter, 2015). Keuangan mengajarkan bahwa tujuan utama manajer harus memaksimalkan kekayaan para pemegang saham (Gitman & Zutter, 2015). Selanjutnya Gitman & Zutter (2015), menjelaskan bahwa kinerja keuangan dapat dianalisis dan dipantau melalui analisis rasio. Investor yang berinvestasi pada perusahaan yang sehat secara finansial, dalam evaluasinya (baik tata kelola maupun kinerja keuangan) diukur dengan menggunakan beberapa alat rasio, melalui laporan keuangan (Weygandt et al., 2015; Chugh et al., 2010:4).

Indikator Kinerja Keuangan

Berbagai alat yang dirancang untuk memenuhi kebutuhan spesifik yang tersedia untuk membantu pengguna dalam menganalisis laporan keuangan, salah satunya adalah analisis rasio (Subramanyam, 2017). Menurut Weygandt, Kimmel, & Kieso (2015), ada tiga alat untuk melakukan analisis laporan keuangan yaitu, *Horizontal Analysis*, *Vertical Analysis*, dan *Ratio Analysis*. Analisis laporan keuangan dilakukan untuk mengevaluasi kesehatan keuangan perusahaan dan prospek masa depan (Garrison, Noreen, & Brewer, 2015). Analisis rasio mengungkapkan hubungan antara item yang dipilih dari data laporan keuangan (Weygandt, Kimmel, & Kieso, 2015). Selanjutnya Gitman &

Zutter (2015) menjelaskan bahwa: analisis rasio laporan keuangan perusahaan menarik bagi pemegang saham, kreditor, dan manajemen perusahaan itu sendiri. Pengukuran kinerja keuangan rasio yang secara umum diterima dalam evaluasi tata kelola perusahaan adalah: (1) pertumbuhan penjualan, (2) laba atas aset (*Return On Asset*), (3) laba atas ekuitas (*Return On Equity*), (4) pertumbuhan laba per saham (G-EPS), dan (5) harga saham terhadap nilai buku (PBV) (Chugh et al., 2010).

Dari uraian teori kinerja keuangan dan indikator kinerja keuangan dapat disimpulkan bahwa kinerja keuangan adalah tingkat pencapaian atau keberhasilan perusahaan dalam mengelola uang, yang dapat terlihat dari laporan keuangan dan dievaluasi dengan mengukur rasio (Gitman & Zutter, 2015; Garrison, Noreen, & Brewer, 2015; Weygandt, Kimmel, & Kieso, 2015; Chugh, Meador, & Meador, 2010; Subramanyam, 2017). Kinerja keuangan tersebut dapat diukur menggunakan analisis rasio antara lain pertumbuhan penjualan, ROA, ROE, pertumbuhan laba per-saham (G-EPS), dan harga saham terhadap nilai buku (PBV).

Pertumbuhan Penjualan

Pertumbuhan penjualan merupakan rasio yang menunjukkan besarnya kenaikan atau penurunan penjualan dari tahun ke tahun. Pertumbuhan penjualan yang kuat dalam jangka panjang menunjukkan ketahanan organisasi, ukuran penting untuk keunggulan kompetitif (Ye et al., 2020). Tingkat pertumbuhan nasional, akses ke pasar regional atau internasional untuk ekspor, dan kemampuan teknologi dan inovasi, menjadi faktor yang mempengaruhi prospek penjualan perusahaan (Ye et al., 2020). Selanjutnya Ye, Yeung, & Huo, (2020) menyatakan bahwa tingkat pertumbuhan penjualan yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan dapat memanfaatkan sumber daya dan kemampuan yang substansial untuk berkembang dan berhasil. Pertumbuhan penjualan dihitung dengan rumus sebagai berikut (Weygandt, Kimmel, & Kieso, 2015):

$$\frac{\text{Change Since Base Period} = \text{Current Year Amount} - \text{Base Year Amount}}{\text{Base Year Amount}} \quad (1)$$

Return On Assets (ROA)

Return On Assets (ROA), rasio yang mengukur efektivitas manajemen secara keseluruhan dalam menghasilkan laba dengan asset yang tersedia (Gitman & Zutter, 2015). *Return On Assets* (ROA) merupakan salah satu analisis profitabilitas yang termasuk ke dalam imbal hasil atas investasi (Subramanyam, 2017). Semakin besar ROA menunjukkan semakin baik kinerja perusahaan karena tingkat pengembalian investasi (*return*) semakin besar (Widnyana, Wiksuana, Artini, & Sedana, 2020).

Rumus yang digunakan adalah sebagai berikut (Garrison, Noreen, & Brewer, 2015):

$$ROA = \frac{\text{Laba neto} + (\text{Beban bunga} \times (1 - \text{Tarif pajak}))}{\text{Rata-rata total aset}} \quad (2)$$

Dari penjelasan rumus di atas menunjukkan bahwa kenaikan ROA dipengaruhi kenaikan pada laba dan penurunan pada aset. Ada beberapa faktor yang mempengaruhi *Return On Assets*. *Total Assets*, *Debt to Equity*, *Debt Ratio*, *Net Profit Margin* dan *Pertumbuhan Penjualan* menjadi faktor yang dapat mempengaruhi *Return On Assets* (Hasanah & Enggariyanto, 2018). Hasanah & Enggariyanto (2018) menjelaskan tentang pengaruh *net profit margin* terhadap ROA, yakni semakin tinggi rasio *Net Profit Margin* maka dianggap semakin baik kemampuan perusahaan untuk mendapatkan laba yang tinggi. Apabila *Net Profit Margin* naik maka akan diikuti dengan naiknya tingkat *Return On Assets* (Hasanah & Enggariyanto, 2018).

Return On Equity (ROE)

Return on equity (ROE), rasio yang mengukur pengembalian yang diperoleh dari investasi pemegang saham biasa di perusahaan (Gitman & Zutter, 2015). Semakin tinggi ROE menunjukkan semakin efisien perusahaan dalam menggunakan modal sendiri untuk menghasilkan keuntungan investor yang ditanam di perusahaan (Widnyana, Wiksuana, Artini, & Sedana, 2020). Rasio ROE digunakan untuk melihat laba relatif terhadap nilai ekuitas pemegang saham, dihitung sebagai berikut (Garrison, Noreen, & Brewer, 2015):

$$ROE = \frac{\text{Net Income}}{\text{Average stockholder' equity}} \quad (3)$$

Penelitian Weidman, McFarland, Meric, & Meric (2019) menyatakan bahwa penentu paling penting dari ROE adalah *Net Profit Margin*, peningkatan pada NPM dapat meningkatkan ROE. Jika ROE meningkat, artinya perusahaan bertumbuh.

Pertumbuhan Laba Per Saham

Laba per saham (*Earnings Per Share*) dihitung dengan membagi laba yang tersedia untuk pemegang saham biasa dengan jumlah saham biasa yang beredar (Gitman & Zutter, 2015). Pendapatan membentuk dasar untuk pembayaran dividen dan kenaikan nilai saham di masa depan, investor tertarik pada laba per saham perusahaan (Garrison, Noreen, & Brewer, 2015). Penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa, analisis perusahaan sering kali melebih-lebihkan proyeksi EPS, sehingga tingkat pertumbuhan EPS aktual memiliki rata-rata yang lebih rendah dibandingkan perkiraan (Garrison, Noreen, & Brewer, 2015).

Pertumbuhan laba per saham merupakan analisis yang menunjukkan besarnya kenaikan atau penurunan laba per saham dari tahun ke tahun. Salah satu cara untuk menganalisis kondisi EPS suatu perusahaan yaitu membandingkan angka aktual (pencapaian) dengan proyeksi (target) yang telah ditentukan sebelumnya. *Pertumbuhan Earnings Per Share* dihitung sebagai berikut (Weygandt et al., 2015):

$$\frac{\text{Change Since Base Period} = \frac{\text{Current Year Amount} - \text{Base Year Amount}}{\text{Base Year Amount}} \quad (4)$$

Harga Saham Terhadap Nilai Buku (Price to Book Value)

Harga saham terhadap nilai buku (*Price to Book Value*), analisis yang membandingkan harga pasar per saham terhadap nilai buku per saham. Semakin kecil PBV artinya semakin murah harga saham. Secara umum, untuk melihat murah atau mahal nya harga saham, investor dapat membandingkan PBV perusahaan dengan rata-rata industrinya. PBV dihitung sebagai berikut (Subramanyam, 2017):

$$PBV = \frac{\text{Harga pasar per saham}}{\text{Nilai buku per saham}} \quad (5)$$

Menurut Hidayat (2018, p. 105) ROA berpengaruh terhadap PBV, karena semakin besar kemampuan perusahaan memperoleh laba maka harga pasar per saham perusahaan akan semakin meningkat. Pemaksimalan kekayaan pemegang saham dapat dilakukan dengan cara menaikkan harga saham, dengan tetap mengutamakan pemangku kepentingan lainnya (Gitman & Zutter, 2015). Harga pasar mencerminkan ekspektasi tentang laba (*income*) dan dividen masa depan, sedangkan nilai buku sebagian besar mencerminkan hasil dari peristiwa yang telah terjadi di masa lalu (Garrison, Noreen, & Brewer, 2015).

Analisis Rasio Kinerja Keuangan

Analisis rasio bukan hanya melakukan perhitungan rasio, tetapi yang lebih penting adalah interpretasi dari nilai rasio itu sendiri. Ketika menyimpulkan kondisi kinerja keuangan dibutuhkan dasar perbandingan. Menurut Gitman & Zutter (2015), dasar perbandingan yang berarti diperlukan untuk menjawab pertanyaan seperti "Apakah terlalu tinggi atau terlalu rendah?" dan "Apakah itu baik atau buruk?". Ada dua cara analisis rasio, yaitu *cross-sectional* dan *time-series* (Gitman & Zutter, 2015). Gitman & Zutter (2015, p. 115) menjelaskan kedua analisis tersebut sebagai berikut.

1) *Cross-sectional Analysis*

Analisis *cross-sectional* merupakan perbandingan rasio keuangan perusahaan yang berbeda pada titik waktu yang sama. Analisis sering tertarik pada seberapa baik kinerja perusahaan dalam kaitannya dengan perusahaan lain dalam industrinya.

2) *Time-series Analysis*

Time-series analysis mengevaluasi kinerja dari waktu ke waktu. Perbandingan kinerja saat ini dengan masa lalu, dengan menggunakan rasio, memungkinkan analisis untuk menilai kemajuan perusahaan.

Garrison, Noreen, & Brewer (2015) menjelaskan bahwa membandingkan rasio dengan perusahaan lain dan dengan rata-rata industri sering membantu manajer mengidentifikasi

peluang untuk perbaikan. Dalam melakukan perbandingan data keuangan diharuskan melakukan pengembangan atau perlakuan akuntansi dengan cara yang sama (Gitman & Zutter, 2015:118). Adanya keterbatasan dalam pengukuran akuntansi memengaruhi efektivitas rasio.

Subramanyam (2017, p. 37) menyatakan bahwa di luar aktivitas operasi internal yang memengaruhi rasio perusahaan, penting untuk mengetahui kejadian ekonomi, faktor industri, kebijakan manajemen, dan metode akuntansi. Teori tersebut selaras dengan Garrison, Noreen, & Brewer (2015), yang berpendapat bahwa selain rasio keuangan, manajer harus mempertimbangkan berbagai faktor internal, seperti pembelajaran dan pertumbuhan karyawan, kinerja proses bisnis, dan kepuasan pelanggan serta faktor eksternal seperti tren industri, perubahan teknologi, perubahan selera konsumen, dan perubahan indikator ekonomi yang luas.

Rasio sangat berguna jika diinterpretasikan dalam perbandingan dengan (1) rasio sebelumnya, (2) standar yang telah ditentukan sebelumnya, dan (3) rasio pesaing (Subramanyam, 2017). Pendapat tersebut selaras dengan Garrison, Noreen, & Brewer (2015) yang menyatakan bahwa manajer dapat mempelajari tren dalam laporan keuangan perusahaan mereka untuk menilai apakah kinerja telah meningkat atau menurun.

Pengaruh Kepemilikan Saham Mayoritas Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan.

Pemegang saham merupakan pemangku kepentingan yang berpartisipasi dalam pengambilan keputusan perusahaan melalui hak suara yang dimiliki. Berdasarkan hak tersebut pemegang saham mayoritas memiliki kontrol atas manajemen perusahaan untuk mengarahkan proses pengambilan keputusan perusahaan menuju pemaksimalan kekayaan pemegang saham. Tujuan utama perusahaan dalam keuangan adalah memaksimalkan kekayaan pemegang saham salah satunya dengan cara meningkatkan harga saham perusahaan (Gitman & Zutter, 2015).

Berikutnya ditemukan bahwa menurut hasil penelitian Kao, Hodgkinson, & Jaafar (2019, p. 209) konsentrasi kepemilikan memiliki

pengaruh yang baik terhadap kinerja perusahaan, karena semakin kuat fungsi pemantauan, maka semakin tinggi kinerja perusahaan. Tujuan strategis pemegang saham menyatakan bahwa tujuan utama (atau satu-satunya) strategi adalah untuk meningkatkan kinerja keuangan. Dengan demikian, strategi yang efektif akan menghasilkan kinerja keuangan (Clemens & Bakstran, 2010). Hal ini selaras dengan pendapat Widnyana, Wiksuana, Artini, & Sedana (2020) bahwa Struktur kepemilikan dengan kepemilikan yang terkonsentrasi akan menciptakan pemegang saham mayoritas, sehingga pengambilan keputusan oleh pemegang saham menjadi lebih efektif dan cepat merespon kebutuhan manajemen untuk mencapai peningkatan kinerja keuangan.

Hak pemegang saham yang lebih kuat mendorong kualitas laba yang lebih tinggi (Jiang & Anandarajan, 2009, p. 786). Perusahaan dengan hak pemegang saham yang lebih besar (mayoritas) menunjukkan tingkat pertumbuhan yang lebih tinggi dalam laba per saham, rasio harga terhadap nilai buku yang lebih tinggi, dan tingkat pertumbuhan penjualan yang sama, dengan tingkat volatilitas yang lebih tinggi (Chugh, Meador, & Meador, 2010). Selanjutnya Chugh, Meador, & Meador (2010:9) menjelaskan bahwa hak pemegang saham yang lebih besar menunjukkan tingkat profitabilitas (ROA dan ROE) yang lebih rendah. Hak suara pemegang saham memiliki motivasi untuk membuat perubahan dalam manajemen untuk meningkatkan nilai perusahaan (Jiang & Anandarajan, 2009, p. 769). Namun menurut Boubakri, Cosset, & Mishra (2017) pemegang saham mayoritas membuat hasil pemungutan suara yang menguntungkan mereka, akan memilih "*with their feet*," sehingga menyuntikkan informasi tentang hasil yang tidak diinginkan dalam harga saham

Konsentrasi kepemilikan yang rendah berdampak positif terhadap kinerja perusahaan, sedangkan konsentrasi kepemilikan yang lebih tinggi berdampak negatif pada kinerja perusahaan (Altaf & Shah, 2018, p. 47). Kepemilikan saham yang terkonsentrasi, pemegang saham tertinggi akan mendorong mereka (manajemen) untuk berkonsentrasi dalam memanfaatkan aset sebagai ukuran kinerja keuangan yang baik dan akan

meningkatkan kompensasi, dividen, dan keuntungan mereka (Sa'eed, 2018). Selanjutnya Sa'eed (2018, p. 114) menjelaskan bahwa, ada pengaruh positif konsentrasi kepemilikan terhadap kinerja perusahaan yang dihitung dengan ROA.

Dari uraian yang telah dikemukakan, dirumuskan hipotesis sebagai berikut.

- H₁: Kepemilikan saham mayoritas berpengaruh terhadap pertumbuhan penjualan pada perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
- H₂: Kepemilikan saham mayoritas berpengaruh terhadap *return on asset* pada perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
- H₃: Kepemilikan saham mayoritas berpengaruh terhadap *return on equity* pada perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
- H₄: Kepemilikan saham mayoritas berpengaruh terhadap pertumbuhan laba per saham pada perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
- H₅: Kepemilikan saham mayoritas berpengaruh terhadap price book value pada perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

METODOLOGI

Metode penelitian yang digunakan adalah metode kuantitatif dengan lebih spesifik disebut dengan hipotesis-deduktif (*hypothetico-deductive method*) (Sekaran & Bougie, 2017). Menggunakan sumber data sekunder yang diperoleh dari laporan tahunan perusahaan.

Dalam penelitian ini menggunakan teknik analisis deskriptif dan regresi linier sederhana (*simple linear regression*). Pada penelitian ini hanya terdapat satu variabel independen (kepemilikan saham mayoritas) dan satu variabel dependen (kinerja keuangan). Penelitian ini menganalisis pengaruh kepemilikan saham mayoritas (variabel independen) terhadap kinerja keuangan (variabel dependen). Peneliti melakukan tahap-tahap pengujian hipotesis menggunakan analisis korelasi, analisis regresi linier sederhana, uji t, dan koefisien determinasi.

Operasionalisasi Variabel

Dalam penelitian yang berjudul Pengaruh Kepemilikan Saham Mayoritas Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Farmasi (Studi Perusahaan Farmasi Yang Terdaftar Di BEI Tahun 2015-

2019), operasionalisasi variabel sebagaimana tertuang pada tabel 1.

Tabel 1. Operasional Variabel

Variabel	Definisi Variabel	Dimensi	Indikator	Skala	Sumber Data
Kepemilikan Saham Mayoritas	Kepemilikan saham mayoritas adalah saham yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali yang memiliki pengaruh terhadap perusahaan melalui hak mereka berdasarkan jumlah saham yang dimiliki. (International Finance Corporation, 2018; Croci et al., 2016; Agyemang et al., 2015; Komite Nasional Kebijakan Governance, 2006)	Kepemilikan saham	Presentase kepemilikan saham. $\frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki pemegang saham mayoritas}}{\text{Jumlah saham yang beredar}} \times 100$	Rasio	Informasi pemegang saham pada laporan tahunan perusahaan
Kinerja Keuangan	Kinerja keuangan adalah tingkat pencapaian atau keberhasilan perusahaan dalam mengelola uang, yang dapat terlihat dari laporan keuangan dan dievaluasi dengan mengukur rasio. (Gitman & Zutter, 2015; Garrison et al., 2015; Weygandt et al., 2015; Chugh et al., 2010; Subramanyam, 2017)	Pertumbuhan penjualan	$\frac{\text{Current year amount} - \text{Base year amount}}{\text{Base year amount}}$	Rasio	Ikhtisar keuangan dari laporan tahunan perusahaan
		Return On Assets	$\frac{\text{Laba neto} + \text{Beban bunga} \times (1 - \text{Tarif pajak})}{\text{Rata-rata total aset}}$		
		Return On Equity	$\frac{\text{Net income}}{\text{Average stockholder equity}}$		
		Pertumbuhan laba per-saham	$\frac{\text{Current year amount} - \text{Base year amount}}{\text{Base year amount}}$		
		Harga saham terhadap nilai buku (PBV)	$\frac{\text{Harga pasar per saham}}{\text{Nilai buku per saham}}$		

Sumber : Pengolahan Data

Rancangan Penelitian

Teknik pengumpulan data yang digunakan adalah *unobtrusive method*. Pengumpulan data diperoleh dari data sekunder yaitu laporan tahunan perusahaan yang diakses melalui Idx.co.id atau situs web resmi perusahaan. Unit analisis dari penelitian adalah organisasi/perusahaan.

Populasi dalam penelitian ini adalah laporan keuangan perusahaan farmasi yang terdaftar di BEI. Sampel yang diambil adalah perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2015-2019. Pengambilan sampel non-probabilitas dengan teknik *purposive*.

Kriteria yang dipergunakan dalam menentukan sampel adalah sebagai berikut (tabel 2):

Tabel 2. Kriteria dan Hasil Pemilihan Sampel

No.	Kriteria	Jumlah
1.	Perusahaan farmasi yang terdaftar saat ini di Bursa Efek Indonesia (BEI).	9
2.	Perusahaan farmasi yang tidak terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2015-2019.	1
Total Sampel Penelitian		8

Total delapan sampel tersebut sebagaimana tertuang dalam tabel 3.

Tabel 3. Daftar Sampel Penelitian

No.	Kode>Nama Perusahaan
1.	KLBF
2.	KAEF
3.	INAF
4.	SIDO
5.	TSPC
6.	DVLA
7.	MERK
8.	PYFA

Model statistik yang dipergunakan adalah regresi linear sederhana, sebagai berikut (Berenson et al., 2015):

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_i + \epsilon_i \quad (6)$$

Dimana:

β_0 = Y intercept for the population

β_1 = Slope for the population

ϵ_i = Random error in Y for observation i

Y_i = Dependent variable (sometimes referred to as the response variable) for observation i

X_i = Independent variable (sometimes referred to as the predictor, or explanatory variable) for observation i

Data yang diperoleh dilakukan uji normalitas menggunakan metode *Kolmogorov-Smirnov*. Jika hasil menunjukkan signifikansi kurang dari 0,05, kesimpulannya data tidak berdistribusi normal. Jika signifikansi lebih dari 0,05 maka data berdistribusi normal (Priyatno, 2014). Selanjutnya dilakukan analisis dengan tahap-tahap pengujian hipotesis menggunakan analisis korelasi, analisis regresi linier sederhana, uji t, dan koefisien determinasi.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Kondisi Kepemilikan Saham Mayoritas Pada Perusahaan Farmasi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (BEI) Yang Diteliti.

Untuk menganalisis kondisi Kepemilikan Saham Mayoritas yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, berikut ini disajikan data pada tabel 4. Selanjutnya, pada tabel 5, disajikan juga data pertumbuhan kepemilikan saham mayoritas untuk seluruh perusahaan dari tahun 2015-2019. Data tersebut disajikan untuk melihat apakah kepemilikan saham mayoritas memiliki tren/perubahan yang signifikan setiap tahunnya.

Tabel 4. Kepemilikan saham mayoritas pada perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2015-2019.

No	Kode Emiten	Kepemilikan Saham Mayoritas				
		2015	2016	2017	2018	2019
1	KLBF	56,68%	56,68%	56,68%	56,68%	56,68%
2	KAEF	90,00%	90,00%	90,00%	90,00%	90,00%
3	INAF	80,66%	88,00%	88,00%	88,00%	88,00%
4	SIDO	81,00%	81,00%	81,00%	81,00%	81,00%
5	TSPC	78,16%	78,42%	78,92%	79,91%	80,44%
6	DVLA	92,66%	92,46%	92,13%	92,13%	92,13%
7	MERK	86,65%	86,65%	86,65%	86,65%	86,65%
8	PYFA	76,93%	76,93%	76,93%	76,93%	76,93%
Rata-Rata		80,34%	81,27%	81,29%	81,41%	81,48%
Std. Deviasi		11,09	11,39	11,32	11,30	11,29

Sumber: Hasil pengolahan data.

Tabel 5. Pertumbuhan kepemilikan saham mayoritas pada perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2015-2019.

Kode Perusahaan	Pertumbuhan Kepemilikan Saham Mayoritas				
	2015	2016	2017	2018	2019
KLBF	-0,05%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
KAEF	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
INAF	0,00%	9,10%	0,00%	0,00%	0,00%
SIDO	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
TSPC	1,06%	0,33%	0,64%	1,25%	0,66%
DVLA	0,00%	-0,22%	-0,36%	0,00%	0,00%
MERK	-11,58%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
PYFA	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Sumber: Hasil pengolahan data.

Hasil analisis menunjukkan bahwa kepemilikan saham mayoritas pada setiap perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang diteliti relatif stabil dan tidak mengalami perubahan. Rata-rata kepemilikan saham mayoritas pada perusahaan farmasi yang

terdaftar di BEI yang diteliti yaitu sebesar 80,34% sampai 81,48%. Angka tersebut menunjukkan pemegang saham mayoritas memiliki kendali yang cukup besar terhadap perusahaan.

Kepemilikan saham mayoritas tertinggi adalah DVLA yaitu 92%. Berdasarkan pendapat Croci et al (2016, p. 104-105) angka tersebut termasuk ke dalam blok 90 persen (90%-94%), dimana kepemilikan saham dapat membatasi hak pemegang saham minoritas. Sedangkan kepemilikan saham mayoritas terendah adalah KLBF yaitu sebesar 56,68%. Berdasarkan pendapat Croci, Nowak, & Ehrhardt (2016, p. 104-105) angka tersebut termasuk ke dalam blok 50 persen. Blok 50 persen (50%-74%) yaitu kepemilikan saham memberikan kendali manajemen atas perusahaan, tetapi keberadaan pemegang saham minoritas dengan lebih dari 25% dapat membatasi keleluasaannya.

Tujuh perusahaan (kecuali KBLF) memiliki kepemilikan saham mayoritas diatas 76%. Berdasarkan pendapat Croci, Nowak, & Ehrhardt (2016, p. 104-105) angka tersebut termasuk ke dalam blok 75 persen (75%-90%). Blok 75 persen (*super-majority*) memberikan keleluasaan penuh kepada pihak pengendali dalam pemilihan dewan pengawas, profit-transfer, dan perjanjian kontrol. Perubahan hanya terjadi pada tiga perusahaan, INAF dan TSPC mengalami kenaikan, sedangkan DVLA mengalami penurunan.

Kondisi Kinerja Keuangan Pada Perusahaan Farmasi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (BEI) Yang Diteliti.

Kondisi kinerja keuangan pada perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang diteliti dilihat berdasarkan hasil analisis deskriptif dari pertumbuhan penjualan, *Return On Assets*, *Return On Equity*, pertumbuhan laba per saham (*G-EPS*), dan *Price to Book Value*.

Pertumbuhan Penjualan

Pertumbuhan penjualan perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang diteliti cenderung berfluktuasi dari tahun ke tahun selama periode 2015-2019. Untuk analisis *Time-series*, membandingkan pertumbuhan

penjualan dari tahun ke tahun menggunakan tabel 6.

Tabel 6. Pertumbuhan penjualan perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2015-2019.

No.	Kode Emiten	Pertumbuhan Penjualan (%)				
		2015	2016	2017	2018	2019
1	KLBF	3,00	8,30	4,20	4,40	7,40
2	KAEF	7,51	19,57	5,44	21,65	11,13
3	INAF	17,41	3,22	-2,59	-2,35	14,68
4	SIDO	0,90	15,50	0,50	7,40	11,00
5	TSPC	8,91	11,69	4,68	5,46	8,98
6	DVLA	18,33	11,12	8,56	8,00	7,00
7	MERK	-	5,22	11,77	-0,78	35,12
8	PYFA	-2,01	-0,41	2,79	12,31	-1,33
Rata-Rata		4,68	9,28	4,42	7,01	-0,70
Std. Deviasi		11,27	6,57	4,46	7,57	16,37
Tertinggi		18,33	19,57	11,77	21,65	11,13
Terendah		-	-0,41	-2,59	-2,35	35,12

Sumber: Hasil pengolahan data.

Selanjutnya, disajikan juga data Proyeksi dan Pencapaian Pertumbuhan Penjualan untuk masing-masing perusahaan dari tahun 2015-2019, sebagai berikut.

Tabel 7. Proyeksi dan Pencapaian Pertumbuhan Penjualan Pada PT Kalbe Farma Tbk Tahun 2015-2019

Proyeksi dan Pencapaian Pertumbuhan Penjualan PT Kalbe Farma Tbk Tahun 2015-2019			
Tahun	Proyeksi/Target Pertumbuhan	Realisasi Pertumbuhan	Tercapai (%)
2015	2%	3,0%	150,0%
2016	8,00%	8,30%	103,8%
2017	8,00%	4,20%	52,5%
2018	7,0%	4,40%	62,9%
2019	6,00%	7,40%	123,3%

Sumber: Hasil pengolahan data.

Tabel 8. Proyeksi dan Pencapaian Pertumbuhan Penjualan Pada PT Kimia Farma (Persero) Tbk Tahun 2015-2019

Proyeksi dan Pencapaian Pertumbuhan Penjualan PT Kimia Farma (Persero) Tbk Tahun 2015-2019			
Tahun	Proyeksi/Target Pertumbuhan	Realisasi Pertumbuhan	Tercapai (%)
2015	13%	7,5%	57,8%
2016	18,39%	19,57%	106,4%
2017	19,24%	5,44%	28,3%
2018	35,1%	21,65%	61,8%
2019	55,40%	11,13%	20,1%

Sumber: Hasil pengolahan data.

Tabel 9. Proyeksi dan Pencapaian Pertumbuhan Penjualan Pada PT Indofarma Tbk Tahun 2015-2019

Proyeksi dan Pencapaian Pertumbuhan Penjualan PT Indofarma Tbk Tahun 2015-2019			
Tahun	Proyeksi/Target Pertumbuhan	Realisasi Pertumbuhan	Tercapai (%)
2015	27,82%	17,41%	62,58%
2016	20,50%	3,22%	15,7%
2017	14,73%	-2,59%	-17,6%
2018	31,90%	-2,35%	-7,4%
2019	13,15%	-14,68%	-111,6%

Sumber: Hasil pengolahan data.

Tabel 10. Proyeksi dan Pencapaian Pertumbuhan Penjualan Pada PT Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul, Tbk Tahun 2015-2019

Proyeksi dan Pencapaian Pertumbuhan Penjualan PT Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul, Tbk Tahun 2015-2019			
Tahun	Proyeksi/Target Pertumbuhan	Realisasi Pertumbuhan	Tercapai (%)
2015	-	0,90%	-
2016	-	15,50%	-
2017	15%	0,5%	3,3%
2018	-	7,40%	-
2019	-	11,00%	-

Sumber: Hasil pengolahan data.

Tabel 11. Proyeksi dan Pencapaian Pertumbuhan Penjualan Pada PT Tempo Scan Pacific Tbk Tahun 2015-2019

Proyeksi dan Pencapaian Pertumbuhan Penjualan PT Tempo Scan Pacific Tahun 2015-2019			
Tahun	Proyeksi/Target Pertumbuhan	Realisasi Pertumbuhan	Tercapai (%)
2015	-	8,91%	-
2016	-	11,69%	-
2017	-	4,68%	-
2018	-	5,46%	-
2019	-	8,98%	-

Sumber: Hasil pengolahan data.

Tabel 12. Proyeksi dan Pencapaian Pertumbuhan Penjualan Pada PT Darya-Varia Laboratoria Tbk Tahun 2015-2019

Proyeksi dan Pencapaian Pertumbuhan Penjualan PT Darya-Varia Laboratoria Tbk Tahun 2015-2019			
Tahun	Proyeksi/Target Pertumbuhan	Realisasi Pertumbuhan	Tercapai (%)
2015	-	18,33%	-
2016	-	11,00%	-
2017	-	8,56%	-
2018	-	8,00%	-
2019	-	7,00%	-

Sumber: Hasil pengolahan data.

Tabel 13. Proyeksi dan Pencapaian Pertumbuhan Penjualan Merck Sharp Dohme Pharma Tbk Tahun 2015-2019

Proyeksi dan Pencapaian Pertumbuhan Penjualan Merck Sharp Dohme Pharma Tbk Tahun 2015-2019			
Tahun	Proyeksi/Target Pertumbuhan	Realisasi Pertumbuhan	Tercapai (%)
2015	-	-16,60%	-
2016	-	5,22%	-
2017	-	11,77%	-
2018	-	-0,78%	-
2019	-	-35,12%	-

Sumber: Hasil pengolahan data.

Tabel 14. Proyeksi dan Pencapaian Pertumbuhan Penjualan PT Pyridam Farma Tbk Tahun 2015-2019

Proyeksi dan Pencapaian Pertumbuhan Penjualan Merck Sharp Dohme Pharma Tbk Tahun 2015-2019			
Tahun	Proyeksi/Target Pertumbuhan	Realisasi Pertumbuhan	Tercapai (%)
2015	1,40%	-2,01%	-143,10%
2016	7,00%	-0,41%	-5,8%
2017	5,00%	2,79%	55,8%
2018	6,00%	12,31%	205,1%
2019	6,21%	-1,33%	-21,4%

Sumber: Hasil pengolahan data.

Dilihat dari tabel perbandingan proyeksi dan pencapaian, hanya perusahaan KBLF, KAEP, INAF, dan PYFA yang mempublikasikan target/proyeksi setiap tahunnya. Sedangkan 4 perusahaan lainnya yaitu, SIDO, TSPC, DVLA, dan MERK tidak mengungkapkan informasi target/proyeksi dari tahun ke tahun. Hal tersebut terkait kebijakan atas informasi rahasia dari perusahaan. Berdasarkan data yang tersedia pada tabel perbandingan proyeksi dan pencapaian, perusahaan cenderung tidak mampu mencapai target pertumbuhan penjualan secara konsisten. Ketika pencapaian target penjualan tidak sesuai mengakibatkan rasio beban usaha terhadap penjualan meningkat. Hanya KBLF yang cukup konsisten dalam mencapai target atau proyeksinya. Adanya keterbatasan informasi, maka akan dilakukan analisis rasio membandingkan dengan pertumbuhan industri.

Untuk melihat kondisi pertumbuhan penjualan suatu perusahaan di dalam industri, dapat dilakukan perbandingan dengan pertumbuhan industri itu sendiri (tabel 15).

Tabel 15. Perbandingan Pencapaian/Realisasi Perusahaan Farmasi Yang Terdaftar Di BEI dengan pertumbuhan industri farmasi

Tahun	Pertumbuhan Industri farmasi	Pencapaian/Realisasi Perusahaan (%)			
		KLBF	KAEP	INAF	SIDO
2015	4,66%	3,00	7,51	17,41	0,90
2016	7,50%	8,30	19,57	3,22	15,50
2017	3,10%	4,20	5,44	-2,59	0,50
2018	7,36%	4,40	21,65	-2,35	7,40
2019	6,70%	7,40	11,13	-14,68	11,00

Tahun	Pertumbuhan Industri farmasi	Pencapaian/Realisasi Perusahaan (%)			
		TSPC	DVLA	MERK	PYFA
2015	4,66%	8,91	18,33	-16,60	-2,01
2016	7,50%	11,69	11,12	5,22	-0,41
2017	3,10%	4,68	8,56	11,77	2,79
2018	7,36%	5,46	8,00	-0,78	12,31
2019	6,70%	8,98	7,00	-35,12	-1,33

Sumber: Hasil pengolahan data.

Pada tabel 15 terlihat bahwa, hanya KAEF dan DVLA yang mencapai pertumbuhan penjualan diatas pertumbuhan industri farmasi secara konsisten. Pertumbuhan penjualan perusahaan KLBF, SIDO, dan TSPC mampu melampaui pertumbuhan industri sebanyak tiga sampai empat kali. Sedangkan pertumbuhan penjualan perusahaan INAF, MERK, dan PYFA hanya mampu satu kali melampaui pertumbuhan industri farmasi. Pertumbuhan penjualan sangat dipengaruhi oleh kondisi makro ekonomi, persaingan pasar, ekonomi global, dan strategi manajemen. Selaras dengan penelitian sebelumnya yang menyatakan tingkat pertumbuhan nasional, akses ke pasar regional atau internasional untuk ekspor, dan kemampuan teknologi dan inovasi, menjadi faktor yang mempengaruhi prospek penjualan perusahaan (Ye, Yeung, & Huo, 2020).

Return On Assets (ROA)

Jika dilihat dari rata-rata rasio *Return On Assets* (ROA) pada perusahaan farmasi yang terdaftar di BEI yang diteliti tahun 2015-2019, cenderung berfluktuasi dari tahun ke tahun. Untuk analisis *Time-series* membandingkan ROA dari tahun ke tahun menggunakan tabel 16 berikut:

Tabel 16. Return On Asset perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2015-2019

No.	Kode Emiten	Return On Assets (%)				
		2015	2016	2017	2018	2019
1	KLBF	15,88	16,40	15,58	14,50	13,37
2	KAEF	8,83	7,80	6,65	7,48	2,44
3	INAF	3,00	2,57	-8,45	0,09	2,69
4	SIDO	15,75	16,79	17,61	20,64	23,72
5	TSPC	9,20	8,74	8,22	7,33	7,62
6	DVLA	9,09	11,29	10,90	12,72	13,34
7	MERK	21,49	22,68	18,40	110,44	7,36
8	PYFA	2,39	3,87	5,23	5,76	5,90
Rata-Rata		10,70	11,27	9,27	22,37	9,55
Std. Deviasi		6,61	6,93	8,73	36,12	7,06
Tertinggi		21,49	22,68	18,40	110,44	23,72
Terendah		2,39	2,57	-8,45	0,09	2,44

Sumber: Hasil pengolahan data.

Selanjutnya, disajikan juga data Pertumbuhan *Return On Assets* (ROA) untuk

masing-masing perusahaan dari tahun 2015-2019 pada tabel 17. Pada tabel 17 terlihat bahwa perusahaan farmasi yang mengalami pertumbuhan secara konsisten pada ROA adalah PT Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk (SIDO), dengan rata-rata pertumbuhan 11% sepanjang tahun 2015-2019. Perusahaan DVLA dan PYFA juga cenderung mengalami pertumbuhan selama tahun 2015-2019. Jika dilihat secara keseluruhan, rata-rata pertumbuhan tertinggi ada pada tahun 2019. Hal tersebut merupakan pengaruh dari perusahaan PT Indofarma Tbk (Tahun 2019) yang mengalami pertumbuhan ROA signifikan.

Tabel 17. Pertumbuhan Return On Assets Pada Perusahaan Farmasi Yang Terdaftar Di BEI Tahun 2015-2019.

Kode Perusahaan	Pertumbuhan ROA (%)					Rata-rata
	2015	2016	2017	2018	2019	
KLBF	-6	3	-5	-6	-7	-5
KAEF	76	-11	-14	12	-67	-1
INAF	199	-14	-428	-101	2887	509
SIDO	12	6	4,84	17	14	11
TSPC	-16	-5	-5	-10	3	-7
DVLA	13	24	-3	16	4	11
MERK	458	5	-18	500	-93	170
PYFA	-40	62	35	10	2	14
Rata-rata	87	8	-54	54	343	

Sumber: Hasil pengolahan data.

Dalam teori dijelaskan bahwa pertumbuhan pada *Return On Assets* dipengaruhi oleh kenaikan pada laba bersih. Oleh karena itu, pada tabel 18 disajikan data laba neto dari masing-masing perusahaan selama tahun 2015-2019.

Tabel 18. Laba Bersih Pada Perusahaan Farmasi Yang Terdaftar Di BEI Tahun 2015-2019

Kode Perusahaan	Laba Bersih (Dalam Jutaan Rupiah)				
	2015	2016	2017	2018	2019
KLBF	2.057.694	2.350.884	2.453.251	2.497.261	2.537.601
KAEF	265.549	271.597	331.707	535.085	15.890
INAF	6.566	-17.367	-46.285	-32.736	7.961
SIDO	437.475	480.525	533.799	663.849	807.689
TSPC	529.218	545.493	557.339	540.378	595.154
DVLA	107.894	152.083	162.249	200.651	221.783
MERK	142.545	153.929	144.677	1.163.324	78.256
PYFA	3.087	5.146	7.127	8.447	9.342

Sumber: Hasil pengolahan data.

Pertumbuhan ROA pada PT Indofarma Tbk (INAF) disebabkan oleh peningkatan laba bersih sebesar 124,32% atau setara dengan

Rp40,69 miliar dari rugi bersih Rp32,74 miliar di tahun 2018 (Laporan Tahunan PT Indofarma Tbk, 2019:33) Pencapaian tersebut merupakan salah satu hasil dari kesuksesan strategi yang dilakukan oleh Direksi untuk memperbaiki portofolio penjualan perusahaan (Laporan Tahunan PT Indofarma Tbk, 2019:33). Sehingga berdampak pada margin laba bersih, yang dibukukan Perseroan meningkat 128,44% dari tahun sebelumnya. Sedangkan rata-rata terendah ada pada tahun 2017, hanya SIDO dan PYFA yang mengalami pertumbuhan. INAF menjadi perusahaan yang memiliki kontribusi cukup besar terhadap rendahnya rata-rata pertumbuhan ROA pada tahun 2017. Penurunan tersebut terjadi karena perusahaan mengalami kerugian sebesar Rp46,285 miliar sedangkan target laba sebesar Rp11,01 miliar (data tersedia pada tabel 18) (PT Indofarma Tbk, 2017:36). Kerugian disebabkan oleh beberapa faktor antara lain tidak terjadinya penjualan produk bermargin tinggi, penundaan tender, penurunan pasokan pasokan dan penurunan penjualan alat kesehatan di PT IGM (Laporan Tahunan PT Indofarma, 2017:144). Hasil ini didukung oleh penelitian Hasanah & Enggariyanto (2018) bahwa *Total Assets, Debt to Equity, Debt Ratio, Net profit margin* dan Pertumbuhan Penjualan menjadi faktor yang dapat mempengaruhi *Return On Assets*.

Return On Equity (ROE)

Rata-rata *Return On Equity* (ROE) perusahaan farmasi yang terdaftar di BEI yang diteliti cenderung berfluktuasi dari tahun ke tahun selama periode 2015-2019. Semakin tinggi ROE menunjukkan semakin efisien perusahaan dalam menggunakan modal sendiri untuk menghasilkan keuntungan investor (Widnyana, Wiksuana, Artini, & Sedana, 2020). Jika ROE meningkat, artinya perusahaan bertumbuh. Analisis ROE menggunakan data dari tabel 19.

Tabel 19. *Return On Equity* pada perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2015-2019

No.	Kode Emiten	Return On Equity (%)				
		2015	2016	2017	2018	2019
1	KLBF	18,45	17,30	17,30	16,07	15,01
2	KAEF	14,26	11,96	12,89	15,94	0,21
3	INAF	2,39	-3,02	-8,79	-6,59	1,58
4	SIDO	16,85	17,10	18,40	22,90	26,40
5	TSPC	12,03	11,57	10,70	9,42	9,57
6	DVLA	11,10	14,10	14,50	16,70	17,00

7	MERK	30,10	26,40	23,51	224,46	13,17
8	PYFA	3,05	4,88	6,55	7,10	7,49
Rata-Rata		13,53	12,54	11,88	38,25	11,30
Std. Deviasi		8,88	8,78	9,80	75,76	8,56
Tertinggi		30,10	26,40	23,51	224,46	26,40
Terendah		2,39	-3,02	-8,79	-6,59	0,21

Sumber: Hasil pengolahan data.

Analisis menggunakan *Time-series Analysis*, disajikan data pertumbuhan ROE perusahaan farmasi yang terdaftar di BEI yang diteliti tahun 2015-2019 pada tabel 20. Penelitian Weidman, McFarland, Meric, & Meric (2019) menyatakan bahwa penentu paling penting dari *Return On Equity* adalah *Net Profit Margin*. Oleh karena itu, berikut disajikan data *Net Profit Margin* dari masing-masing perusahaan yang disajikan pada tabel 21.

Tabel 20. Pertumbuhan *Return On Equity* (ROE) Pada Perusahaan Farmasi Yang Terdaftar Di BEI Tahun 2015-2019.

Kode Perusahaan	Pertumbuhan ROE (%)					Rata-rata
	2015	2016	2017	2018	2019	
KLBF	-15	-6	0	-7	-6	-7
KAEF	8	-16	7	23	-98	-14
INAF	99	-226	191	-25	-123	-17
SIDO	6	1	7	24	15	11
TSPC	-14	-3	-7	-11	1	-7
DVLA	32	27	2	15	1	15
MERK	-121	-12	-10	854	-94	123
PYFA	10	60	34	8	5	23
Rata-rata	63	-22	28	110	-37	

Sumber: Hasil pengolahan data.

Tabel 21. *Net Profit Margin* Pada Perusahaan Farmasi Yang Terdaftar Di BEI Tahun 2015-2019

Kode Perusahaan	<i>Net Profit Margin</i>				
	2015	2016	2017	2018	2019
KLBF	11,50%	12,13%	12,16%	11,85%	11,21%
KAEF	5,46%	4,67%	5,41%	7,18%	0,17%
INAF	0,40%	-1,04%	-2,84%	-2,06%	0,59%
SIDO	19,72%	18,76%	20,74%	24,02%	26,33%
TSPC	6,47%	5,97%	5,83%	5,36%	5,41%
DVLA	8,26%	10,48%	10,30%	11,81%	12,23%
MERK	14,49%	14,88%	12,51%	101,37%	10,51%
PYFA	1,42%	2,37%	3,20%	3,37%	3,78%

Sumber: Hasil pengolahan data.

Pada tabel 20 terlihat bahwa hanya ada tiga perusahaan farmasi yang mengalami pertumbuhan *Return On Equity* setiap tahunnya yaitu, SIDO, DVLA, dan PYFA. Hasil tersebut menunjukkan ketiga perusahaan memiliki kondisi *Return On Equity* yang baik selama tahun 2015-2019. Sedangkan kelima perusahaan lainnya cenderung mengalami penurunan *Return On Equity* selama

tahun 2015-2019. Pada tabel 21 terlihat hanya ada tiga perusahaan yang mengalami pertumbuhan *Net Profit Margin* setiap tahunnya, yaitu SIDO, DVLA, dan PYFA. Kelima perusahaan lainnya cenderung mengalami penurunan *Net Profit Margin*. Hasil tersebut menunjukkan bahwa pertumbuhan pada *Return On Equity* tersebut selaras dengan kenaikan pada *Net Profit Margin*. Jika dilihat dari rata-rata pertumbuhan *Return On Equity*, MERK memiliki angka tertinggi dibandingkan perusahaan lainnya. Hal ini merupakan pengaruh dari adanya pertumbuhan yang signifikan pada tahun 2018 sebesar 854,74%. Kenaikan laba tersebut berdampak pada pertumbuhan yang signifikan pada *Net Profit Margin* menjadi sebesar 101,37%. Adanya laba dari penjualan segmen operasional yang dihentikan sebesar Rp1,36 triliun menjadi penyebab utama pertumbuhan tersebut (Laporan Tahunan PT Merck Tbk, 2018). Sedangkan pada tahun lainnya, PT Merck Tbk tidak mengalami pertumbuhan *Return On Equity*, dan *Net Profit Margin* yang cenderung menurun.

Pertumbuhan Laba Per Saham

Pertumbuhan laba per saham merupakan analisis yang menunjukkan besarnya kenaikan atau penurunan laba per saham dari tahun ke tahun. Melakukan perbandingan rasio dengan standar yang telah ditetapkan menjadi cara paling relevan untuk menganalisis. Namun ada keterbatasan dalam melakukan perbandingan tersebut, karena tidak semua perusahaan mengungkapkan target/proyeksi/RKAP (Rencana Kerja dan Anggaran Perusahaan). Dalam analisis ini perusahaan PT Merck tidak melakukan pengungkapan target/proyeksi/RKAP. Untuk menganalisis Pertumbuhan Laba Per Saham, disajikan data dari tabel 22.

Tabel 22. Pertumbuhan laba per saham pada perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2015-2019

No	Kode Emiten	Pertumbuhan Laba Per Saham (%)				
		2015	2016	2017	2018	2019
1	KLBF	-2,99	14,73	4,53	2,22	2,02
2	KAEF	2,15	2,29	22,20	50,42	-102,59
3	INAF	4,95	-364,15	-166,61	29,27	124,34
4	SIDO	5,28	10,92	10,46	24,23	21,75
5	TSPC	-10,08	2,59	1,68	-5,79	7,89
6	DVLA	32,88	40,21	6,62	24,14	10,00
7	MERK	-69,71	-86,07	-5,83	704,02	-93,26
8	PYFA	16,10	66,72	38,46	18,54	10,58
Rata-Rata		-2,68	-39,09	-11,06	105,88	-2,41
Std. Deviasi		30,02	138,46	64,32	242,28	71,10
Tertinggi		32,88	66,72	38,46	704,02	124,34
Terendah		-69,71	-364,15	-166,61	-5,79	102,59

Sumber: Hasil pengolahan data.

Untuk melakukan analisis dengan menggunakan *Time-series*, selanjutnya disajikan juga data proyeksi atau target pertumbuhan laba per saham dan persentase pencapaian atau realisasi pertumbuhan laba per saham, sebagaimana tertuang dalam tabel 23 dan 24.

Tabel 23. Target/Proyeksi Laba Per Saham Pada Perusahaan Farmasi Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2015-2019

Kode Perusahaan	Target/Proyeksi Laba Per Saham				
	2015	2016	2017	2018	2019
KLBF	11%	8%	8%	7%	5%
KAEF	3%	6%	21%	20%	20%
INAF	206%	212%	64%	428%	483%
SIDO	5%	8%	8%	20%	20%
TSPC	3%	7%	6%	5%	5%
DVLA	30%	36%	5%	24%	21%
MERK	-	-	-	-	-
PYFA	128%	10%	15%	6%	12%

Sumber: Hasil pengolahan data.

Tabel 24. Persentase Pencapaian/Realisasi Pertumbuhan Laba Per Saham Saham Pada Perusahaan Farmasi Yang Terdaftar di BEI Tahun 2015-2019

Kode Perusahaan	Pencapaian Pertumbuhan Laba Per Saham Dari Proyeksi/Target Yang Telah Ditentukan Sebelumnya				
	2015	2016	2017	2018	2019
KLBF	11%	8%	8%	7%	5%
KAEF	3%	6%	21%	20%	20%
INAF	206%	212%	64%	428%	483%
SIDO	5%	8%	8%	20%	20%
TSPC	3%	7%	6%	5%	5%
DVLA	30%	36%	5%	24%	21%
MERK	-	-	-	-	-
PYFA	128%	10%	15%	6%	12%

Sumber: Hasil pengolahan data.

Dari tabel 24 terlihat bahwa empat perusahaan (KLBF, KAEF, INAF, dan TSPC) cenderung tidak mampu mencapai target/proyeksi yang telah ditetapkan sebelumnya. INAF mengalami penurunan laba per saham sebanyak tiga kali, dan hanya mampu mencapai target di tahun 2017. INAF cenderung berlebihan dalam menetapkan laba per saham. Meskipun pada tahun 2018 realisasi pertumbuhan laba per saham negatif, perusahaan tetap memproyeksikan pertumbuhan lebih tinggi dari tahun sebelumnya. Sedangkan realisasinya laba per saham mengalami penurunan sebesar -124,34%, sehingga pencapaian pada tahun 2019 berada pada angka negatif yaitu -25,74%. Hanya ada tiga perusahaan yang cenderung mampu mencapai target/proyeksi setiap tahunnya, yaitu SIDO, DVLA, dan PYFA. Seperti yang sudah dijelaskan sebelumnya bahwa, ketiga perusahaan tersebut selalu mencetak pertumbuhan laba bersih dari tahun ke tahun (tahun 2015-2019). Sehingga mampu mendorong pertumbuhan laba per saham untuk melampaui target/proyeksi.

Adanya keterbatasan analisis diatas, maka selanjutnya akan dilakukan *Time-series Analysis* dengan membandingkan laba per saham dari tahun ke tahun yang digambarkan melalui pertumbuhannya. Rasio pertumbuhan laba per saham memiliki rata-rata negatif tahun 2015-2019, kecuali pada tahun 2018 yaitu sebesar 105,88%. Hal ini dikarenakan pada tahun tersebut sebanyak 5 perusahaan mengalami peningkatan laba per saham, dan peningkatan yang signifikan ada pada PT Merck Tbk sebesar 704,02%. Hal tersebut disebabkan oleh adanya laba dari penjualan segmen operasional yang dihentikan sebesar Rp1,36 triliun (Laporan Tahunan PT Merck Tbk, 2018). Penurunan terbesar ada pada PT Indo Farma Tbk yaitu sebesar 361,15% dan pada tahun 2016, karena pada tahun 2016 perusahaan mengalami kerugian sebesar Rp17.36 miliar. Hal ini berakibat perseroan tidak membagikan dividen kepada para pemegang saham. Jika dilihat dari masing-masing perusahaan, hanya ada tiga perusahaan yang secara konsisten mengalami pertumbuhan laba per saham. Perusahaan tersebut adalah SIDO, DVLA, dan PYFA.

Harga Saham Terhadap Nilai Buku (Price to Book Value)

Harga pasar mencerminkan ekspektasi tentang pendapatan dan dividen masa depan, sedangkan nilai buku sebagian besar mencerminkan hasil dari peristiwa yang telah terjadi di masa lalu (Garrison, Noreen, & Brewer, 2015). Semakin kecil *Price to Book Value* artinya semakin murah harga saham. Secara umum, untuk melihat murah atau mahal nya harga saham, investor dapat membandingkan *Price to Book Value* perusahaan dengan rata-rata industrinya.

Namun karena adanya keterbatasan dalam memperoleh angka pada rata-rata industri, maka cara yang paling relevan adalah dengan menggunakan *Time-series Analysis*. Analisis tersebut dilakukan dengan melihat pertumbuhan *Price to Book Value* dari tahun ke tahun selama tahun 2015-2019. Untuk menganalisis pertumbuhan Harga Saham Terhadap Nilai Buku (*Price to Book Value*), berikut ini disajikan data pada tabel 25. Selanjutnya disajikan juga data pertumbuhan *Price to Book Value* selama tahun 2015-2019 pada tabel 26. Pada tabel 26 terlihat bahwa pertumbuhan rasio Harga Saham terhadap Nilai Buku (PBV) cenderung berfluktuasi dari tahun ke tahun. Dari data terlihat tidak ada satupun perusahaan yang mampu bertumbuh secara konsisten pada rasio tersebut. Hanya ada dua perusahaan yang memiliki rata-rata pertumbuhan positif, yaitu SIDO dan DVLA. Terdapat empat perusahaan yang mengalami penurunan selama tiga tahun berturut-turut (2017-2019) yaitu, KAEF, TSPC, MERK, dan PYFA. Penurunan pada PT Merck Tbk, disebabkan oleh keputusan divestasi menjual Divisi *Consumer Health* dengan tujuan dapat meningkatkan aset perusahaan. Namun pada tahun 2016, perusahaan tersebut mengalami pertumbuhan yang cukup signifikan. Hal tersebut disebabkan oleh aksi korporasi memecah nilai nominal saham Perseroan, sehingga total saham beredar bertambah. PT Indofarma Tbk (INAF), menjadi perusahaan dengan rata-rata pertumbuhan *Price to Book Value* tertinggi dibandingkan ketujuh perusahaan lainnya.

Tabel 25. *Price book value* pada perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2015-2019

No.	Kode Emiten	Price Book Value				
		2015	2016	2017	2018	2019
1	KLBF	5,66	5,70	5,70	4,66	4,55
2	KAEF	0,23	0,67	0,46	0,35	0,09
3	INAF	0,88	25,19	34,74	40,56	5,34
4	SIDO	3,18	2,83	2,82	4,34	6,24
5	TSPC	1,82	1,91	1,59	1,15	1,08
6	DVLA	1,50	1,82	1,97	1,81	1,93
7	MERK	0,83	7,07	6,19	3,72	2,15
8	PYFA	0,59	1,01	0,90	0,85	0,85
Rata-Rata		1,83	5,78	6,80	7,18	2,78
Std. Deviasi		1,79	8,16	11,49	13,59	2,29
Tertinggi		5,66	25,19	34,74	40,56	6,24
Terendah		0,23	0,67	0,46	0,35	0,09

Sumber: Hasil pengolahan data.

Tabel 26. Pertumbuhan Harga Saham Terhadap Nilai Buku Pada Perusahaan Farmasi Yang Terdaftar di BEI Tahun 2015-2019.

Kode Perusahaan	Pertumbuhan Harga Saham Terhadap Nilai Buku (<i>Price to Book Value</i>)				
	2015	2016	2017	2018	2019
KLBF	1,75	0,72	0,07	-18,30	-2,42
KAEF	29,94	186,19	-31,88	-23,96	-73,11
INAF	-73,51	2767,73	37,89	16,77	-86,84
SIDO	-21,91	-10,92	-0,19	53,77	43,76
TSPC	0,84	5,33	-16,66	-27,76	-5,85
DVLA	-22,93	21,74	8,01	-7,94	6,58
MERK	-79,76	754,40	-12,53	-39,93	-42,17
PYFA	-41,56	71,32	-11,31	-5,47	-0,11

Sumber: Hasil pengolahan data

Hal ini disebabkan oleh kenaikan yang signifikan pada harga saham, yaitu sebesar 2686% dari tahun sebelumnya. Namun pada tahun 2019 PT Indofarma Tbk (INAF) mengalami penurunan yang cukup signifikan. Hal tersebut terjadi karena adanya penurunan harga saham di tahun 2019 sebesar 87%, sedangkan nilai buku per saham meningkat sebesar 2% dari tahun sebelumnya. Hal tersebut mengakibatkan kenaikan pada volume perdagangan sebesar 39% dan jumlah pemegang saham publik Indofarma dengan kepemilikan saham masing-masing kurang dari 5% meningkat sebesar 75% dari tahun sebelumnya. Volume perdagangan saham naik menunjukkan besarnya *buying power* terhadap saham perusahaan, sehingga harga saham diharapkan mengalami peningkatan di tahun berikutnya. Hal serupa terjadi pada PT Merck Tbk di tahun 2016, disebabkan oleh kenaikan pada jumlah saham yang beredar sebesar 674% dari tahun sebelumnya.

Sedangkan, rata-rata PBV terendah sepanjang tahun 2015-2019 ada pada PT Kimia Farma (Persero) Tbk. Hal tersebut terjadi karena

nilai ekuitas pemegang saham pada PT Kimia Farma terus meningkat signifikan setiap tahunnya, sedangkan harga saham mengalami penurunan sejak tahun 2016-2019. Pertumbuhan PBV pada PT Kalbe Farma Tbk dan PT Darya Varia Tbk tidak terlalu signifikan. Jika ada penurunan, disebabkan oleh turunnya harga saham dan jumlah ekuitas yang terus meningkat setiap tahunnya.

Uji Normalitas

Uji normalitas data dilakukan terlebih dahulu sebagai syarat pokok yang harus dipenuhi dalam analisis parametrik. Data yang berdistribusi normal, maka data tersebut dianggap dapat mewakili populasi (Priyatno, 2014). Uji yang digunakan yaitu uji satu sampel *Kolmogorov-Smirnov* untuk menguji normalitas model regresi. Berikut adalah hasil pengujian (tabel 27):

Tabel 27. Hasil Pengujian Asumsi Normalitas Model Awal

Statistic	Model Y ₁	Model Y ₂	Model Y ₃	Model Y ₄	Model Y ₅
K-S	0,153	0,240	0,348	0,311	0,320
Sig.	0,020	0,000	0,000	0,000	0,000

Sumber: Hasil pengolahan data

Pada tabel 27 dapat dilihat nilai signifikansi (Sig.) dari uji *Kolmogorov-Smirnov* pada kelima model lebih kecil dari 0,05. Karena nilai signifikansi pada uji *Kolmogorov-Smirnov* lebih kecil dari tingkat kekeliruan 5% (0,05), maka disimpulkan bahwa model regresi tidak berdistribusi normal. Model regresi tidak berdistribusi normal disebabkan karena terdapat data *outlier* (pencilan). Untuk menanggulangi masalah tersebut, data *outlier* harus dikeluarkan dari model regresi. Setelah data *outlier* dikeluarkan dari model regresi, diperoleh hasil uji normalitas yang baru.

Tabel 28. Hasil Pengujian Asumsi Normalitas Model Akhir

Statistic	Model Y ₁	Model Y ₂	Model Y ₃	Model Y ₄	Model Y ₅
Outlier	3 data	2 data	1 data	9 data	5 data
K-S	0,070	0,104	0,106	0,078	0,140
Sig.	0,200	0,200	0,200	0,200	0,081

Sumber: Hasil pengolahan data

Pada tabel 28 dapat dilihat nilai signifikansi yang diperoleh dari uji *Kolmogorov-Smirnov* pada kelima model lebih besar dari 0,05. Karena nilai signifikansi uji *Kolmogorov-Smirnov*

lebih besar dari 0,05 maka dapat disimpulkan bahwa kelima model regresi telah memenuhi asumsi normalitas.

Pengaruh Kepemilikan Saham Mayoritas Terhadap Kinerja Keuangan Pada Perusahaan Farmasi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (BEI)

Pemegang saham mayoritas sebagai pemegang saham yang memiliki kendali terhadap perusahaan melalui hak yang diperoleh dari jumlah saham yang dimiliki (Chugh, Meador, & Meador, 2010). Berdasarkan ketentuan *one share one vote*, semakin besar kepemilikannya maka semakin besar hak yang dimiliki. Pemegang saham mayoritas perusahaan farmasi yang terdaftar di BEI memiliki rata-rata kepemilikan saham sebesar 80,34% s.d 81,48%. Berdasarkan hak tersebut pemegang saham mayoritas memiliki kontrol atas manajemen perusahaan untuk mengarahkan proses pengambilan keputusan perusahaan menuju pemaksimalan kekayaan pemegang saham. Maka dari itu, pemegang saham akan mendorong manajemen untuk pemaksimalan kinerja keuangan perusahaan.

Berikut akan dibahas mengenai pengaruh kepemilikan saham mayoritas terhadap masing-masing indikator kinerja keuangan. Peneliti melakukan tahap-tahap pengujian hipotesis menggunakan analisis korelasi, analisis regresi linier sederhana, uji t, dan koefisien determinasi.

Pengaruh Kepemilikan Saham Mayoritas Terhadap Rasio Pertumbuhan Penjualan

Hipotesis pertama yang akan diuji adalah pengaruh kepemilikan saham mayoritas terhadap pertumbuhan penjualan.

Analisis Korelasi

Analisis korelasi digunakan untuk mengukur seberapa kuat hubungan antara kepemilikan saham mayoritas dengan pertumbuhan penjualan. Berdasarkan hasil pengolahan diperoleh koefisien korelasi antara kepemilikan saham mayoritas dengan pertumbuhan penjualan seperti ditunjukkan pada tabel 29.

Tabel 29. Korelasi antara kepemilikan saham mayoritas dengan pertumbuhan penjualan

Correlations			
		Y1	X
Pearson Correlation	Y1	1,000	,227
	X	,227	1,000
Sig. (1-tailed)	Y1	.	,088
	X	,088	.
N	Y1	37	37
	X	37	37

Sumber: Hasil pengolahan data

Pada tabel 29 dapat dilihat nilai koefisien korelasi antara variabel independen, kepemilikan saham mayoritas (X) dengan variabel dependen, pertumbuhan penjualan (Y1) adalah sebesar 0,227. Data ini menunjukkan kepemilikan saham mayoritas memiliki hubungan yang rendah/lemah dengan pertumbuhan penjualan pada perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang diteliti. Koefisien korelasi bertanda positif menunjukkan bahwa kepemilikan saham mayoritas yang makin terkonsentrasi cenderung diikuti dengan pertumbuhan penjualan yang tinggi.

Analisis Regresi Linier Sederhana

Model persamaan regresi digunakan untuk mengestimasi seberapa besar perubahan pertumbuhan penjualan yang disebabkan oleh perubahan variabel independen. Estimasi persamaan model regresi linier sederhana menggunakan *software IBM SPSS Statistics 22* diperoleh output sebagai berikut (tabel 30).

Tabel 30. Hasil Analisis Regresi Kepemilikan Saham Mayoritas Terhadap Pertumbuhan Penjualan

Coefficients ^a						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-3,341	7,656		-,436	,665
	X	,130	,094	,227	1,380	,176

a. Dependent Variable: Y1

Sumber: Hasil pengolahan data.

Berdasarkan nilai *unstandardized coefficients* (B) seperti disajikan pada tabel 30, maka dapat dibentuk persamaan regresi linier sederhana sebagai berikut:

$$Y1 = -3,341 + 0,130 X$$

Dimana :

Y1 = Pertumbuhan penjualan

X = Kepemilikan saham mayoritas

Konstanta sebesar 3,341% menunjukkan nilai rata-rata pertumbuhan penjualan pada perusahaan farmasi yang terdaftar di BEI yang diteliti. Apabila kepemilikan saham mayoritas bernilai nol, artinya ketika tidak ada kepemilikan saham mayoritas, maka rata-rata pertumbuhan penjualan perusahaan sebesar -3,341 persen.

Kepemilikan saham mayoritas memiliki koefisien bertanda positif sebesar 0,130, menunjukkan bahwa setiap peningkatan kepemilikan saham mayoritas sebesar 1% diprediksi akan meningkatkan pertumbuhan penjualan sebesar 0,130 persen. Artinya perusahaan dengan kepemilikan saham mayoritas lebih terkonsentrasi cenderung memiliki pertumbuhan penjualan lebih tinggi. Berdasarkan prinsip *agency theory*, pemegang saham sebagai pemilik perusahaan tidak ikut serta secara langsung dalam pengelolaan perusahaan. Sehingga pemegang saham mayoritas tidak memiliki pengaruh yang besar terhadap pertumbuhan penjualan perusahaan.

Uji signifikansi (uji-t)

Selanjutnya untuk menguji apakah kepemilikan saham mayoritas berpengaruh signifikan terhadap pertumbuhan penjualan, dilakukan uji signifikansi dengan hipotesis statistik sebagai berikut:

$H_0: \beta_1 = 0$: Kepemilikan saham mayoritas tidak berpengaruh terhadap pertumbuhan penjualan pada perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

$H_a: \beta_1 \neq 0$: Kepemilikan saham mayoritas berpengaruh terhadap pertumbuhan penjualan pada perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Dari tabel 30 dapat disimpulkan bahwa dengan mempergunakan $\alpha=5\%$, diperoleh tingkat signifikansi sebesar 0,176 ($> 0,05$), maka diputuskan untuk menerima H_0 dan menolak H_a .

Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa kepemilikan saham mayoritas tidak berpengaruh terhadap pertumbuhan penjualan pada perusahaan farmasi yang terdaftar di BEI yang diteliti.

Koefisien Determinasi

Selanjutnya dihitung koefisien determinasi untuk mengetahui seberapa besar pengaruh/kontribusi kepemilikan saham mayoritas terhadap pertumbuhan penjualan. Nilai koefisien determinasi diperoleh melalui hasil pengolahan menggunakan *software IBM SPSS Statistics 22* seperti disajikan pada tabel 31.

Tabel 31. Koefisien determinasi pengaruh kepemilikan saham mayoritas terhadap pertumbuhan penjualan

Model Summary ^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,227 ^a	,052	,025	6,19874	2,238
a. Predictors: (Constant), X					
b. Dependent Variable: Y1					

Sumber: Hasil pengolahan data

Pada tabel 31 dapat dilihat nilai koefisien determinasi (*R Square*) sebesar 0,052 menunjukkan bahwa kepemilikan saham mayoritas hanya memberikan kontribusi sebesar 5,2% terhadap pertumbuhan penjualan pada perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. yang diteliti Sedangkan sisanya yaitu sebesar 94,8% merupakan pengaruh faktor lain di luar variabel kepemilikan saham mayoritas.

Pengaruh Kepemilikan Saham Mayoritas Terhadap Rasio Return On Assets (ROA)

Hipotesis kedua yang akan diuji adalah pengaruh kepemilikan saham mayoritas terhadap *return on assets*.

Analisis Korelasi

Analisis korelasi digunakan untuk mengukur seberapa kuat hubungan antara kepemilikan saham mayoritas dengan ROA. Berdasarkan hasil pengolahan diperoleh koefisien korelasi antara kepemilikan saham mayoritas dengan ROA sebagai berikut (tabel 32).

Tabel 32. Korelasi antara kepemilikan saham mayoritas dengan *return on asset*

Correlations			
		Y2	X
Pearson Correlation	Y2	1,000	-,225
	X	-,225	1,000
Sig. (1-tailed)	Y2	.	,087
	X	,087	.
N	Y2	38	38
	X	38	38

Sumber: Hasil pengolahan data

Pada tabel 32 dapat dilihat nilai koefisien korelasi antara kepemilikan saham mayoritas (X) dengan *return on asset* (Y₂) adalah sebesar -0,225. Data ini menunjukkan kepemilikan saham mayoritas memiliki hubungan yang rendah/lemah dengan ROA pada perusahaan farmasi yang terdaftar di BEI yang diteliti. Koefisien korelasi bertanda negatif menunjukkan bahwa kepemilikan saham mayoritas yang makin terkonsentrasi cenderung diikuti dengan ROA yang rendah.

Analisis Regresi Linier Sederhana

Model persamaan regresi digunakan untuk mengestimasi seberapa besar *perubahan Return On Assets* yang disebabkan oleh perubahan variabel independen yaitu kepemilikan saham mayoritas. Estimasi persamaan model regresi linier sederhana menggunakan *software IBM SPSS Statistics 22* diperoleh *output* sebagaimana ada pada tabel 33

Berdasarkan nilai *unstandardized coefficients* (B) seperti disajikan pada tabel 33, maka dapat dibentuk persamaan regresi linier sederhana sebagai berikut:

$$Y_2 = 21,136 - 0,130 X$$

Dimana :

Y₂ = *Return on asset*

X = Kepemilikan saham mayoritas

Tabel 33. Hasil Analisis Regresi Kepemilikan Saham Mayoritas Terhadap *Return on Asset*

Coefficients ^a						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error			
1	(Constant)	21,136	7,654		2,761	,009
	X	-,130	,094	-,225	1,387	,174

a. Dependent Variable: Y2

Sumber: Hasil pengolahan data

Konstanta sebesar 21,136% menunjukkan nilai rata-rata ROA pada perusahaan farmasi yang terdaftar di BEI yang diteliti, artinya ketika tidak ada kepemilikan saham mayoritas, maka rata-rata ROA perusahaan sebesar 21,136 persen. Kepemilikan saham mayoritas memiliki koefisien bertanda negatif sebesar -0,130, menunjukkan bahwa setiap peningkatan kepemilikan saham mayoritas sebesar 1% diprediksi akan menurunkan ROA sebesar 0,130 persen. Artinya perusahaan dengan kepemilikan saham mayoritas lebih terkonsentrasi cenderung memiliki ROA lebih rendah. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Altaf & Ahamad (2018) bahwa konsentrasi kepemilikan yang lebih tinggi berdampak negatif pada kinerja perusahaan. Namun, bertolak belakang dengan hasil penelitian Sa'eed (2018) bahwa, ada pengaruh positif konsentrasi kepemilikan terhadap kinerja perusahaan yang dihitung dengan ROA.

Uji Signifikansi (uji-t)

Selanjutnya untuk menguji apakah kepemilikan saham mayoritas berpengaruh signifikan terhadap ROA, dilakukan uji signifikansi dengan hipotesis statistik sebagai berikut:

H₀: β₂ = 0 : Kepemilikan saham mayoritas tidak berpengaruh terhadap *return on asset* pada perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

H_a: β₂ ≠ 0 : Kepemilikan saham mayoritas berpengaruh terhadap *return on asset* pada perusahaan farmasi

yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Dari Tabel 33, dapat disimpulkan bahwa dengan menggunakan $\alpha=5\%$, diperoleh tingkat signifikansi sebesar 0,174 ($> 0,05$), maka diputuskan untuk menerima H_0 dan menolak H_a .

Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa kepemilikan saham mayoritas tidak berpengaruh terhadap *Return On Assets* pada perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang diteliti.

Koefisien Determinasi

Selanjutnya dihitung koefisien determinasi untuk mengetahui seberapa besar pengaruh/kontribusi kepemilikan saham mayoritas terhadap *Return On Assets*. Nilai koefisien determinasi diperoleh melalui hasil pengolahan menggunakan *software IBM SPSS Statistics 22* seperti disajikan pada tabel 34.

Tabel 34. Koefisien determinasi pengaruh kepemilikan saham mayoritas terhadap *return on assets*

Model Summary ^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,225 ^a	,051	,024	6,21080	2,875
a. Predictors: (Constant), X					
b. Dependent Variable: Y2					

Sumber: Hasil pengolahan data

Pada tabel 34 di atas dapat dilihat nilai koefisien determinasi (R Square) sebesar 0,051 menunjukkan bahwa kepemilikan saham mayoritas hanya memberikan kontribusi sebesar 5,1% terhadap ROA. Sedangkan sisanya yaitu sebesar 94,9% merupakan pengaruh faktor lain di luar variabel kepemilikan saham mayoritas.

Pengaruh Kepemilikan Saham Mayoritas Terhadap Rasio Return On Equity (ROE)

Hipotesis ketiga yang akan diuji adalah pengaruh kepemilikan saham mayoritas terhadap *return on equity*.

Analisis Korelasi

Analisis korelasi digunakan untuk mengukur seberapa kuat hubungan antara kepemilikan saham mayoritas dengan ROE. Berdasarkan hasil pengolahan diperoleh koefisien korelasi sebagai berikut:

Tabel 35. Korelasi antara kepemilikan saham mayoritas dengan *return on equity*

Correlations			
		Y3	X
Pearson Correlation	Y3	1,000	-,152
	X	-,152	1,000
Sig. (1-tailed)	Y3	.	,177
	X	,177	.
N	Y3	39	39
	X	39	39

Sumber: Hasil pengolahan data

Pada tabel 35 dapat dilihat nilai koefisien korelasi antara kepemilikan saham mayoritas (X) dengan *return on equity* (Y₃) adalah sebesar -0,152. Data ini menunjukkan kepemilikan saham mayoritas memiliki hubungan yang sangat rendah atau sangat lemah dengan *return on equity* pada perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang diteliti. Koefisien korelasi bertanda negatif menunjukkan bahwa kepemilikan saham mayoritas yang makin terkonsentrasi cenderung diikuti dengan *return on equity* yang rendah.

Analisis Regresi Linier Sederhana

Model persamaan regresi digunakan untuk mengestimasi seberapa besar perubahan *return on equity* yang disebabkan oleh perubahan variabel independen yaitu kepemilikan saham mayoritas. Estimasi persamaan model regresi linier sederhana menggunakan *software IBM SPSS Statistics 22* diperoleh output sebagaimana tertera di tabel 36.

Berdasarkan nilai *unstandardized coefficients* (B) seperti disajikan pada tabel 36, maka dapat dibentuk persamaan regresi linier sederhana sebagai berikut:

$$Y_3 = 22,103 - 0,122 X$$

Dimana :

Y₃ = *Return on equity*

X = Kepemilikan saham mayoritas

Tabel 36. Hasil Analisis Regresi Kepemilikan Saham Mayoritas Terhadap *Return on Equity*

Coefficients ^a						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error			
1	(Constant)	22,103	10,651		2,075	,045
	X	-,122	,130	-,152	-,938	,354

a. Dependent Variable: Y3

Sumber: Hasil pengolahan data

Konstanta sebesar 22,103% menunjukkan nilai rata-rata *return on equity* pada perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang diteliti, apabila kepemilikan saham mayoritas bernilai nol, artinya ketika tidak ada kepemilikan saham mayoritas, maka rata-rata *return on equity* perusahaan sebesar 22,103 persen. Kepemilikan saham mayoritas memiliki koefisien bertanda negatif sebesar -0,122, menunjukkan bahwa setiap peningkatan kepemilikan saham mayoritas sebesar 1% diprediksi akan menurunkan *return on equity* sebesar 0,122 persen. Artinya perusahaan dengan kepemilikan saham mayoritas lebih terkonsentrasi cenderung memiliki *return on equity* lebih rendah.

Perubahan pada *return on equity* cenderung disebabkan oleh keputusan manajemen dalam mengelola operasional perusahaan. Kemampuan perusahaan dalam mencetak laba bersih menjadi faktor penting dalam pertumbuhan *Return On Equity*. Oleh karena itu hal ini sepenuhnya menjadi tugas dan tanggungjawab seorang direktur sebagai pengelola perusahaan. Hal ini berkaitan dengan *agency theory*, di mana kepengurusan dan kepemilikan dipisahkan.

Uji Signifikansi (uji-t)

Selanjutnya untuk menguji apakah kepemilikan saham mayoritas berpengaruh signifikan terhadap *return on equity*, dilakukan uji signifikansi dengan hipotesis statistik sebagai berikut:

$H_0: \beta_3 = 0$: Kepemilikan saham mayoritas tidak berpengaruh terhadap *return on equity* pada perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

$H_a: \beta_3 \neq 0$: Kepemilikan saham mayoritas berpengaruh terhadap *return on equity* pada perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Dari tabel 36, dapat disimpulkan bahwa dengan menggunakan $\alpha=5\%$, diperoleh tingkat signifikansi sebesar 0,354 ($> 0,05$), maka diputuskan untuk menerima H_0 dan menolak H_a . Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa kepemilikan saham mayoritas tidak berpengaruh terhadap *return on equity* pada perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Koefisien Determinasi

Selanjutnya dihitung koefisien determinasi untuk mengetahui seberapa besar pengaruh/kontribusi kepemilikan saham mayoritas terhadap *return on equity*. Nilai koefisien determinasi diperoleh melalui hasil pengolahan menggunakan *software IBM SPSS Statistics 22*, disajikan pada tabel 37.

Tabel 37. Koefisien determinasi pengaruh kepemilikan saham mayoritas terhadap *Return On Equity*

Model Summary ^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,152 ^a	,023	-,003	8,67385	2,765

a. Predictors: (Constant), X

b. Dependent Variable: Y3

Sumber: Hasil pengolahan data

Pada tabel 37 dapat dilihat nilai koefisien determinasi (*R Square*) sebesar 0,023 menunjukkan bahwa kepemilikan saham mayoritas hanya memberikan kontribusi sebesar 2,3% terhadap *return on equity* pada perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang diteliti. Sedangkan sisanya yaitu sebesar 97,7% merupakan pengaruh faktor lain di luar variabel kepemilikan saham mayoritas.

Pengaruh Kepemilikan Saham Mayoritas Terhadap Rasio Pertumbuhan Laba Per Saham

Hipotesis keempat yang akan diuji adalah pengaruh kepemilikan saham mayoritas terhadap pertumbuhan laba per saham.

Analisis Korelasi

Analisis korelasi digunakan untuk mengukur seberapa kuat hubungan antara kepemilikan saham mayoritas dengan pertumbuhan laba per saham. Berdasarkan hasil pengolahan diperoleh koefisien korelasi antara kepemilikan saham mayoritas dengan pertumbuhan laba per saham sebagaimana tertuang dalam tabel 38. Pada tabel 38 dapat dilihat nilai koefisien korelasi antara kepemilikan saham mayoritas (X) dengan pertumbuhan laba per saham (Y₄) adalah sebesar 0,370. Data ini menunjukkan kepemilikan saham mayoritas memiliki hubungan yang rendah/lemah dengan pertumbuhan laba per saham pada perusahaan farmasi yang terdaftar di BEI. Koefisien korelasi bertanda positif menunjukkan bahwa kepemilikan saham mayoritas yang makin terkonsentrasi cenderung diikuti dengan pertumbuhan laba per saham yang tinggi.

Tabel 38. Korelasi antara kepemilikan saham mayoritas dengan pertumbuhan laba per saham

Correlations			
		Y4	X
Pearson Correlation	Y4	1,000	,370
	X	,370	1,000
Sig. (1-tailed)	Y4	.	,020
	X	,020	.
N	Y4	31	31
	X	31	31

Sumber: Hasil pengolahan data

Analisis Regresi Linier Sederhana

Model persamaan regresi digunakan untuk mengestimasi seberapa besar perubahan pertumbuhan laba per saham yang disebabkan oleh perubahan kepemilikan saham mayoritas. Estimasi persamaan model regresi linier sederhana menggunakan *software IBM SPSS Statistics 22* diperoleh output pada tabel 39.

Tabel 39. Hasil Analisis Regresi Kepemilikan Saham Mayoritas Terhadap Pertumbuhan Laba per Saham

Coefficients ^a						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-24,426	17,477		1,398	,173
	X	,466	,217	,370	2,144	,041

a. Dependent Variable: Y₄

Sumber: Hasil pengolahan data

Berdasarkan nilai *unstandardized coefficients* (B) seperti disajikan pada tabel 39, maka dapat dibentuk persamaan regresi linier sederhana sebagai berikut:

$$Y_4 = -24,426 + 0,466 X$$

Dimana :

Y₄ = Pertumbuhan laba per saham

X = Kepemilikan saham mayoritas

Konstanta sebesar -24,426% menunjukkan nilai rata-rata pertumbuhan laba per saham pada perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang diteliti. Apabila kepemilikan saham mayoritas bernilai nol, artinya ketika tidak ada kepemilikan saham mayoritas, maka rata-rata pertumbuhan laba per saham perusahaan sebesar -24,426 persen. Kepemilikan saham mayoritas memiliki koefisien bertanda positif sebesar 0,466, menunjukkan bahwa setiap peningkatan kepemilikan saham mayoritas sebesar 1% diprediksi akan meningkatkan pertumbuhan laba per saham sebesar 0,466 persen. Artinya perusahaan dengan kepemilikan saham mayoritas lebih terkonsentrasi cenderung memiliki pertumbuhan laba per saham lebih tinggi.

Pertumbuhan laba per saham yang tinggi akan meningkatkan keuntungan yang diperoleh pemegang saham. Hal ini karena pendapatan membentuk dasar untuk pembayaran dividen dan kenaikan nilai saham di masa depan, investor tertarik pada laba per saham perusahaan (Garrison, Noreen, & Brewer, 2015). Hasil ini juga didukung oleh teori yang

menyatakan bahwa RUPS dapat memutuskan besarnya keuntungan perseroan yang dapat dibagikan kepada pemegang saham (Daniri, 2014).

Hasil tersebut sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Chugh, Meador, & Meador (2010) yaitu hak pemegang saham yang lebih besar (mayoritas) menunjukkan tingkat pertumbuhan yang lebih tinggi dalam laba per saham. Penelitian lainnya yang dilakukan oleh Kao et al (2019) mengatakan bahwa konsentrasi kepemilikan memiliki pengaruh yang baik (positif) terhadap kinerja perusahaan. Kepemilikan saham bertujuan untuk memperkuat *Control*, mendapatkan *Dividends*, dan mendapatkan *Capital Gains*. Hak suara dalam RUPS menjadi faktor penting dalam memberikan pengaruh terhadap pertumbuhan laba per saham untuk meningkatkan keuntungan bagi pemegang saham mayoritas. Sesuai dengan pendapat Sa'eed (2018) bahwa pemegang saham tertinggi akan mendorong manajemen untuk berkonsentrasi dalam memanfaatkan aset yang secara positif akan meningkatkan kompensasi, dividen, dan keuntungan mereka.

Uji Signifikansi (uji-t)

Selanjutnya untuk menguji apakah kepemilikan saham mayoritas berpengaruh signifikan terhadap pertumbuhan laba per saham, dilakukan uji signifikansi dengan hipotesis statistik sebagai berikut:

$H_0: \beta_4 = 0$: Kepemilikan saham mayoritas tidak berpengaruh terhadap pertumbuhan laba per saham pada perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

$H_a: \beta_4 \neq 0$: Kepemilikan saham mayoritas berpengaruh terhadap pertumbuhan laba per saham pada perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Dari tabel 39 dapat disimpulkan bahwa dengan menggunakan $\alpha=5\%$, diperoleh tingkat signifikansi sebesar 0,041 (<0,05), maka diputuskan untuk menerima H_a dan menolak H_0 .

Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa kepemilikan saham mayoritas berpengaruh terhadap pertumbuhan laba per saham pada perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Koefisien Determinasi

Selanjutnya dihitung koefisien determinasi untuk mengetahui seberapa besar pengaruh atau kontribusi kepemilikan saham mayoritas terhadap pertumbuhan laba per saham. Nilai koefisien determinasi diperoleh melalui hasil pengolahan menggunakan *software IBM SPSS Statistics 22* seperti disajikan pada tabel 40.

Pada tabel 40 dapat dilihat nilai koefisien determinasi (*R Square*) sebesar 0,137 menunjukkan bahwa kepemilikan saham mayoritas memberikan pengaruh sebesar 13,7% terhadap pertumbuhan laba per saham pada perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang diteliti. Sedangkan sisanya yaitu sebesar 86,3% merupakan pengaruh faktor lain di luar variabel kepemilikan saham mayoritas.

Tabel 40. Koefisien determinasi pengaruh kepemilikan saham mayoritas terhadap pertumbuhan laba per saham

Model Summary ^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,370 ^a	,137	,107	13,79173	1,955
a. Predictors: (Constant), X					
b. Dependent Variable: Y4					

Sumber: Hasil pengolahan data

Pengaruh Kepemilikan Saham Mayoritas Terhadap Rasio Harga Saham Terhadap Nilai Buku

Hipotesis kelima yang akan diuji adalah pengaruh kepemilikan saham mayoritas terhadap *price to book value*.

Analisis Korelasi

Analisis korelasi digunakan untuk mengukur seberapa kuat hubungan antara kepemilikan saham mayoritas dengan *price to book value*. Berdasarkan hasil pengolahan diperoleh koefisien korelasi sebagai berikut (tabel 41).

Tabel 41. Korelasi antara kepemilikan saham mayoritas dengan *price to book value*

Correlations			
		Y5	X
Pearson Correlation	Y5	1,000	-,596
	X	-,596	1,000
Sig. (1-tailed)	Y5	.	,000
	X	,000	.
N	Y5	35	35
	X	35	35

Sumber: Hasil pengolahan data

Pada tabel 41 dapat dilihat nilai koefisien korelasi antara kepemilikan saham mayoritas (X) dengan *price to book value* (Y₅) adalah sebesar -0,596. Data ini menunjukkan kepemilikan saham mayoritas memiliki hubungan yang sedang atau cukup kuat dengan PBV pada perusahaan farmasi yang terdaftar di BEI. Koefisien korelasi bertanda negatif menunjukkan bahwa kepemilikan saham mayoritas yang makin terkonsentrasi cenderung diikuti dengan PBV yang rendah.

Analisis Regresi Linier Sederhana

Model persamaan regresi digunakan untuk mengestimasi seberapa besar perubahan *price to book value* yang disebabkan oleh perubahan kepemilikan saham mayoritas. Estimasi persamaan model regresi linier sederhana menggunakan *software IBM SPSS Statistics 22* diperoleh output sebagai berikut (tabel 42).

Tabel 42. Hasil Analisis Regresi Kepemilikan Saham Mayoritas Terhadap *Price to Book Value*

Coefficients ^a						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
		1	(Constant)	10,246		
	X	-,099	,023	-,596	4,262	,000

a. Dependent Variable: Y5

Sumber: Hasil pengolahan data

Berdasarkan nilai *unstandardized coefficients* (B) seperti disajikan pada tabel 42, maka dapat dibentuk persamaan regresi linier sederhana sebagai berikut:

$$Y_5 = 10,246 - 0,099 X$$

Dimana :

Y₅ = *Price book value*

X = Kepemilikan saham mayoritas

Konstanta sebesar 10,246 kali menunjukkan nilai rata-rata *price to book value* pada perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Apabila kepemilikan saham mayoritas bernilai nol, artinya tidak ada kepemilikan saham mayoritas, maka rata-rata PBV perusahaan sebesar 10,246 kali. Kepemilikan saham mayoritas memiliki koefisien bertanda negatif sebesar -0,099, menunjukkan bahwa setiap peningkatan kepemilikan saham mayoritas sebesar 1% diprediksi akan menurunkan PBV sebesar 0,099 kali. Artinya perusahaan dengan kepemilikan saham mayoritas lebih terkonsentrasi cenderung memiliki PBV lebih rendah.

Hasil tersebut tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Chugh, Meador, & Meador (2010) yang mengatakan bahwa hak pemegang saham yang lebih besar (mayoritas) menunjukkan rasio harga terhadap nilai buku lebih tinggi. Namun sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Altaf & Ahamad (2018) bahwa konsentrasi kepemilikan yang lebih tinggi berdampak negatif pada kinerja perusahaan. Hasil ini juga didukung oleh penelitian Boubakri, Cosset, & Mishra (2017) bahwa pemegang saham mayoritas membuat hasil pemungutan suara yang menguntungkan mereka, akan memilih "*with their feet*,". Sehingga menyuntikkan informasi tentang hasil yang tidak diinginkan dalam harga saham (Boubakri, Cosset, & Mishra, 2017). Strategi ini dapat menguntungkan bagi pemegang saham untuk memperkuat kontrol dan memperoleh *capital gain*.

Uji Signifikansi (uji-t)

Selanjutnya untuk menguji apakah kepemilikan saham mayoritas berpengaruh signifikan terhadap *price book value*, dilakukan uji signifikansi dengan hipotesis statistik sebagai berikut:

H₀ : β₅ = 0 : Kepemilikan saham mayoritas tidak berpengaruh terhadap *price*

book value pada perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

$H_a: \beta_5 \neq 0$: Kepemilikan saham mayoritas berpengaruh terhadap *price book value* pada perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Dari tabel 42, dapat disimpulkan bahwa dengan menggunakan $\alpha=5\%$, diperoleh tingkat signifikansi sebesar 0,000 ($<0,05$), maka diputuskan untuk menerima H_a dan menolak H_o .

Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa kepemilikan saham mayoritas berpengaruh terhadap *price book value* pada perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Koefisien Determinasi

Selanjutnya dihitung koefisien determinasi untuk mengetahui seberapa besar pengaruh/kontribusi kepemilikan saham mayoritas terhadap *price book value*. Nilai koefisien determinasi diperoleh melalui hasil pengolahan menggunakan *software IBM SPSS Statistics 22* seperti disajikan pada tabel berikut:

Tabel 43. Koefisien determinasi pengaruh kepemilikan saham mayoritas terhadap *price book value*

Model Summary ^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	0,596 ^a	0,355	0,336	1,50705	2,338
a. Predictors: (Constant), X					
b. Dependent Variable: Y5					

Sumber: Hasil pengolahan data

Pada tabel 43 di atas dapat dilihat nilai koefisien determinasi (*R Square*) sebesar 0,355 menunjukkan bahwa kepemilikan saham mayoritas memberikan pengaruh sebesar 35,5% terhadap *price book value* pada perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang diteliti. Sedangkan sisanya yaitu sebesar 64,5% merupakan pengaruh faktor lain di luar variabel kepemilikan saham mayoritas.

KESIMPULAN

1. Kepemilikan saham mayoritas pada perusahaan farmasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) cenderung mengalami peningkatan dari tahun ke tahun. Kepemilikan saham mayoritas tertinggi selama periode tahun 2015-2019 terdapat pada PT. Darya Varia Laboratoria Tbk. Sedangkan kepemilikan saham mayoritas terendah terdapat pada saham PT. Kalbe Farma Tbk. Jika dilihat dari peningkatan rata-rata, kepemilikan saham mayoritas perusahaan farmasi relatif stabil. Berdasarkan jumlah kepemilikan saham mayoritas pada masing-masing perusahaan, pemegang saham mayoritas memiliki keleluasaan penuh dalam menggunakan hak sesuai dengan peraturan yang berlaku. Namun, penggunaan hak tersebut diiringi dengan pemenuhan tanggung jawab sebagai pemegang saham pengendali yang harus memperhatikan pemegang saham minoritas dan pemangku kepentingan lainnya.
2. Kinerja keuangan pada perusahaan farmasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia diukur menggunakan 5 indikator yang menunjukkan trend yang berbeda-beda. Kelima indikator kinerja keuangan tersebut menunjukkan trend yang berfluktuasi selama periode tahun 2015-2019. Ada berbagai faktor yang mempengaruhi perubahan pada masing-masing indikator tersebut. Berdasarkan hasil pembahasan dan temuan, berikut adalah kesimpulan dari masing-masing rasio kinerja keuangan.
 - Analisis pada rasio pertumbuhan penjualan menunjukkan hanya ada satu perusahaan yang mampu mencapai proyeksi/target, yaitu KBLF. Jika dilihat dari perbandingan dengan rata-rata pertumbuhan industri farmasi, hanya perusahaan KAEF yang memiliki rata-rata pertumbuhan penjualan diatas rata-rata industri. Jika dilihat secara keseluruhan, rata-rata pertumbuhan tertinggi terjadi pada tahun 2016, dan terendah pada tahun 2019. Pertumbuhan penjualan dipengaruhi oleh faktor internal maupun eksternal, antara lain : (1) kondisi makro ekonomi nasional ataupun global, (2) persaingan pasar, dan (3) strategi

manajemen perusahaan. Oleh karena itu, peran direktur sebagai pengelola perusahaan menjadi sangat penting dalam mencapai pertumbuhan penjualan.

- Analisis pada rasio *Return On Assets* (ROA) menunjukkan hanya ada tiga perusahaan yang cenderung mengalami pertumbuhan *return on assets* setiap tahunnya, yaitu perusahaan SIDO, DVLA, dan PYFA. Jika dilihat secara keseluruhan, rata-rata pertumbuhan tertinggi terjadi pada tahun 2019, dan terendah pada tahun 2017. Hasil analisis rasio menunjukkan bahwa setiap perubahan yang signifikan pada ROA merupakan gejala dari suatu masalah yang dialami masing-masing perusahaan, bukan dari tren atau fenomena di seluruh industri. Salah satu faktor yang dapat mempengaruhi pertumbuhan ROA adalah *net profit margin*. Peran seorang Direktur menjadi sangat penting untuk mampu merancang dan mengimplementasikan strategi yang mampu meningkatkan laba bersih pada perusahaan. Selain itu, peran Dewan Komisaris juga menjadi penting untuk mampu menjalankan tugas dan tanggung jawabnya sebagai pengawas kinerja Direksi dalam menjalankan operasional perusahaan.
- Analisis pada rasio *Return On Equity* (ROE) menunjukkan bahwa tingkat penjualan dan laba bersih menjadi faktor yang dapat mempengaruhi besarnya nilai pada ROE. Maka dari itu, ROE cenderung mengalami pertumbuhan seiring dengan kenaikan pada *net profit margin*. Perusahaan farmasi yang mengalami pertumbuhan *return on equity* setiap tahunnya adalah SIDO, DVLA, dan PYFA. Sedangkan kelima perusahaan lainnya cenderung mengalami penurunan dari tahun ke tahun. Seperti kondisi ROA, peran Direktur dibutuhkan perusahaan dalam meningkatkan laba. Kinerja Direktur tersebut harus dalam pengawasan Dewan Komisaris.
- Analisis pada rasio pertumbuhan laba per saham menunjukkan bahwa laba bersih menjadi faktor penting dalam pertumbuhan laba per saham. Hanya ada tiga perusahaan

yang memiliki kondisi cukup baik pada pertumbuhan laba per saham, yaitu SIDO, DVLA, dan PYFA. Ketiga perusahaan tersebut mampu mencapai target/proyeksi setiap tahunnya secara konsisten. Kondisi pertumbuhan laba per saham paling baik adalah pada tahun 2018. Karena pada tahun tersebut lima dari delapan perusahaan mengalami pertumbuhan laba per saham. Kondisi pertumbuhan laba per saham dipengaruhi oleh berbagai faktor, oleh karena itu perusahaan diharapkan mampu memahami faktor tersebut dalam mencetak laba bersih sesuai target.

- Analisis rasio pada harga saham terhadap nilai buku (*Price to Book Value*) menunjukkan tidak ada satupun perusahaan yang mampu bertumbuh secara konsisten pada rasio tersebut. Hanya ada dua perusahaan yang memiliki angka positif pada rata-rata pertumbuhan PBV, yaitu SIDO dan DVLA. Kenaikan pada PBV dipengaruhi oleh kenaikan pada harga pasar. Pada praktiknya, perusahaan dapat menurunkan harga saham dengan tujuan meningkatkan volume perdagangan saham, *buying power* terhadap saham perusahaan menjadi besar, sehingga harga saham diharapkan mengalami peningkatan di tahun berikutnya. Dalam melakukan hal tersebut, perusahaan harus tetap mengutamakan kepentingan seluruh pemangku kepentingan.
3. Kepemilikan saham mayoritas tidak berpengaruh terhadap pertumbuhan penjualan, *return on asset*, dan *return on equity*. Indikator kinerja keuangan tersebut dipengaruhi oleh berbagai faktor di luar kepemilikan saham mayoritas. Pertumbuhan penjualan cenderung dipengaruhi kondisi makro ekonomi, persaingan pasar, ekonomi global, dan strategi manajemen. Sedangkan *return on assets* dan *return on equity* dipengaruhi oleh laba bersih. Faktor tersebut menjadi hal yang harus diperhatikan oleh Direktur sebagai pengelola perusahaan. Kinerja direktur yang baik diharapkan mampu meningkatkan kinerja keuangan.

4. Kepemilikan saham mayoritas memiliki pengaruh positif terhadap pertumbuhan laba per saham. Pengaruh pemegang saham ini diharapkan mampu mendorong manajer untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham, tanpa mengabaikan kepentingan pemangku kepentingan lainnya.
5. Kepemilikan saham mayoritas memiliki pengaruh negatif terhadap *price to book value*. Dalam memperoleh keuntungan sebaiknya pemegang saham mayoritas bukan hanya terfokus pada memaksimalkan kekayaan pribadi. Tetapi harus mampu bertanggung jawab atas kepentingan pemegang saham minoritas dan pemangku kepentingan lainnya sesuai peraturan perundang-undangan. Setiap suara yang diberikan atas suatu keputusan diharapkan dapat memberikan dampak positif terhadap masa depan perusahaan dan *stakeholder*. Diharapkan kepemilikan saham mayoritas yang terkonsentrasi dapat berpengaruh positif terhadap peningkatan *price to book value*. Karena peningkatan harga saham merupakan nilai bagi pemegang saham lainnya yang mencerminkan tingkat kinerja perusahaan dalam mengelola berbagai kepentingan *stakeholder*-nya.
6. Penelitian ini hanya dilakukan terhadap 8 perusahaan farmasi. Sehingga untuk kedepannya dapat dilakukan penelitian terhadap perusahaan lainnya, apakah memiliki kondisi yang sama dengan perusahaan farmasi. Kepada peneliti selanjutnya hendaknya dapat mengembangkan penelitian dengan memperhatikan faktor lainnya dari kepemilikan saham mayoritas, seperti status pemilik saham, komposisi kepemilikan saham berdasarkan domisili, dan lain-lain. Peneliti selanjutnya juga dapat menambahkan indikator-indikator lain dari kinerja keuangan, sehingga hasil penelitian dapat benar-benar menguji pengaruh kepemilikan saham mayoritas terhadap seluruh indikator kinerja keuangan.

DAFTAR PUSTAKA

- Agyemang, O. S., Aboagye, E., & Frimpong, J. (2015, Februari 9). *Left to their fate: rights of minority equity holders in Ghanaian firms*. Retrieved Maret 11, 2021, from Emerald Insight: <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/SBR-08-2014-0040/full/html>
- Alijoyo, A., & Zaini, S. (2004). *Komisaris Independen, Penggerak Praktik GCG di Perusahaan*. Jakarta : PT INDEKS Kelompok GRAMEDIA.
- Altaf, N., & Shah, F. A. (2018). *Ownership concentration and firm performance in Indian firms: does investor protection quality matter?* Retrieved Maret 30, 2021, from ProQuest: <https://search.proquest.com/docview/1994842163/abstract/36945344D9134783PQ/1?accountid=31495>
- Berenson, M. L., Levine, D. M., & Szabat, K. A. (2015). *Basic Business Statistics Concepts and Applications* . United States of America: Pearson Education.
- Boubakri, N., Cosset, J.-C., & Mishra, D. (2017, Maret 30). *LARGE SHAREHOLDERS AND TARGET RETURNS: INTERNATIONAL EVIDENCE*. Retrieved Mei 31, 2021, from Emerald Insight: <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/S1569-373220160000019005/full/html>
- Cekindo. (2021). *Pharmaceutical Sector in Indonesia*. Retrieved Maret 10, 2021, from Cekindo.com: <https://www.cekindo.com/sectors/pharmaceutical-indonesia>
- Chugh, L. C., Meador, J. W., & Meador, M. W. (2010). *Corporate Governance: Shareholder Rights And Firm Performance*. Retrieved Februari 11, 2021, from Clute Journals: <https://clutejournals.com/index.php/JBER/article/view/754>
- Clemens, B., & Bakstran, L. (2010). *A framework of theoretical lenses and strategic purposes to describe relationships among*

- firm environmental strategy, financial performance, and environmental performance*. Retrieved Juli 1, 2021, from Emerald Insight: <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/01409171011030480/full/html>
- Croci, E., Nowak, E., & Ehrhardt, O. (2016, Januari 9). *The corporate governance endgame – minority squeeze-out regulation and post-deal litigation in Germany*. Retrieved Maret 29, 2021, from Emerald Insight: <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/MF-01-2016-0032/full/html>
- Daniri, M. A. (2014). *Lead By GCG*. Jakarta: Gagasan Bisnis Indonesia.
- Dewan Perwakilan Rakyat Republik Indonesia dan Presiden Republik Indonesia. (2007). *Undang-Undang Perseroan Terbatas Nomor 40 Tahun 2007*. Dewan Perwakilan Rakyat Republik Indonesia dan Presiden Republik Indonesia.
- Farooque, O. A., Buachoom, W., & Sun, L. (2019, Desember 21). *Board, audit committee, ownership and financial performance – emerging trends from Thailand*. Retrieved Maret 11, 2021, from Emerald Insight: <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/PAR-10-2018-0079/full/html>
- Garrison, R. H., Noreen, E. W., & Brewer, P. C. (2015). *Managerial Accounting 15th Edition*. New York: McGraw-Hill Education.
- Gitman, L. J., & Zutter, C. J. (2015). *Managerial Finance 14th edition*. United States, London: Pearson Education. .
- Hasanah, A., & Enggariyanto, D. (2018, Maret 2021). *Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Return On Assets Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia*. Retrieved 6 Juli, 2021, from Media Neliti: <https://media.neliti.com/media/publications/277696-analisis-faktor-faktor-yang-mempengaruhi-f4bb8ac1.pdf>
- Hidayat, M. (2018). *Faktor Yang Mempengaruhi Price To Book Value*. Retrieved Juli 6, 2021, from Media Neliti: <https://media.neliti.com/media/publications/321785-faktor-yang-mempengaruhi-price-to-book-v-7c0e9633.pdf>
- Indonesia Stock Exchange. (2019, Desember). *Data Pasar Statistik, IDX Quarterly Statistics 2019*. Retrieved Maret 10, 2021, from Idx.co.id: <https://www.idx.co.id/data-pasar/laporan-statistik/statistik/>
- International Finance Corporation. (2018). *Indonesia Corporate Governance Manual Second Edition*. Jakarta: International Finance Corporation.
- Jiang, W., & Anandarajan, A. (2009, September 4). *Shareholder rights, corporate governance and earnings quality The influence of institutional investors*. Retrieved Maret 11, 2021, from Emerald Insight: <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/02686900910986402/full/html>
- Kao, M.-F., Hodgkinson, L., & Jaafar, A. (2019, Februari 4). *Ownership structure, board of directors and firm performance: evidence from Taiwan*. Retrieved Maret 11, 2021, from Emerald Insight: <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/CG-04-2018-0144/full/html>
- Komite Nasional Kebijakan Governance. (2006). *Pedoman Umum Good Corporate Governance Indonesia*. Jakarta: Komite Nasional Kebijakan Governance.
- Lim, H., & Rokhim, R. (2020, Oktober 21). *Factors affecting profitability of pharmaceutical company: an Indonesian evidence*. Retrieved Maret 23, 2021, from Emerald Insight: <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/JES-01-2020-0021/full/html>
- Priyatno, D. (2014). *SPSS 22 Pengolahan Data Terpraktis*. Yogyakarta: ANDI.
- PT Indofarma Tbk. (2017). *Laporan Tahunan PT Indofarma*. Retrieved Februari 11, 2021, from Indofarma.id: <https://indofarma.id/laporan-keuangan/>
- PT Indofarma Tbk. (2019). *Laporan Tahunan PT Indofarma Tbk*. Retrieved Februari 11,

- 2021, from Indofarma.id:
<https://indofarma.id/laporan-keuangan/>
PT Merck Tbk. (2018). *Laporan Tahunan PT Merck Tbk*. Retrieved Februari 12, 2021, from [merckgroup.com: https://www.merckgroup.com/id-id/company/investors.html](https://www.merckgroup.com/id-id/company/investors.html)
- Sa'eed, M. A. (2018). *The Impact of Ownership Structure and Dividends on Firm's Performance: Evidence from Manufacturing Companies Listed on the Amman Stock Exchange*. Retrieved Maret 30, 2021, from ProQuest: <https://search.proquest.com/docview/2296008321/abstract/F207E60D8AA541C6PQ/28?accountid=31495>
- Sahoo, C. K., & Jena, S. (2012, Juli 6). *Organizational performance management system: exploring the manufacturing sectors*. Retrieved from Emerald Insight: <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/00197851211245059/full/html>
- Sekaran, U., & Bougie, R. (2017). *Metode Penelitian Untuk Bisnis Edisi 6 Buku 1*. Jakarta: Salemba Empat.
- Sharabati, A.-A. A., Jawad, S. N., & Bontis, N. (2010). Intellectual capital and business performance in the pharmaceutical sector of Jordan. *Management Decision*. Retrieved from Emerald Insight.
- Subramanyam, K. (2017). *Analisis Laporan Keuangan Edisi 11*. Jakarta: Salemba Empat.
- Tanjung, M. (2020, Februari 28). *A cross-firm analysis of corporate governance compliance and performance in Indonesia*. Retrieved Maret 10, 2021, from <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/MAJ-06-2019-2328/full/html>
- Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 Tentang Perseroan Terbatas.
- Undang-Undang Perseroan Terbatas Pasal 52 ayat 4.
- Weidman, S. M., McFarland, D. J., Meric, G., & Meric, I. (2019). *Determinants of return-on-equity in USA, German and Japanese manufacturing firms*. Retrieved Juli 6, 2021, from Emerald Insight: <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/MF-07-2018-0305/full/html?skipTracking=true>
- Weygandt, J., Kimmel, P., & Kieso, D. (2015). *Financial Accounting 3e*. Wiley.
- Widnyana, I. W., Wiksuana, I. G., Artini, L. G., & Sedana, I. B. (2020). *Influence of financial architecture, intangible assets on financial performance and corporate value in the Indonesian capital market*. Retrieved Juni 30, 2021, from Emerald Insight: <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/IJPPM-06-2019-0307/full/html#abstract>
- Ye, Y., Yeung, A. C., & Huo, B. (2020, Juli 6). *Maintaining stability while boosting growth? The long-term impact of environmental accreditations on firms' financial risk and sales growth*. Retrieved Juni 28, 2021, from Emerald.com: <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/IJOPM-05-2019-0407/full/html>