



Analisis Dampak Tekanan Sistem Harga E-Katalog Dan Biaya Impor Bahan Baku Terhadap Struktur Biaya, Rasio Keuangan, Dan Skor Altman Z



Ari Nugroho^{*}, Faizatun, Lies Putriana

Program Studi Magister Farmasi, Universitas Pancasila, Jakarta, Indonesia

*E-mail: nugroho_rahardjo76@yahoo.com

DOI: <https://doi.org/10.33369/pendipa.10.1.163-169>

ABSTRACT

The e-catalogue pricing system for medicines under Indonesia's National Health Insurance (JKN) and the high dependence on imported raw materials create major external pressures on the financial performance of local pharmaceutical firms. This study analyses how e-catalogue price pressure and rupiah-US dollar fluctuations relate to cost structure, key financial ratios, and financial distress risk using the modified Altman Z-Score. A descriptive qualitative design was applied to two listed companies, PT Darya Varia Laboratoria Tbk (DVLA) and PT Kalbe Farma Tbk (KLBF) for 2019–2023, using secondary data from audited consolidated financial statements, annual reports, and sustainability reports. Financial ratios and Z-Scores were calculated in Excel and interpreted together with thematic document analysis of adaptive strategies. Results show margin compression, particularly in JKN-related lines, and higher cost exposure when the rupiah depreciated. Nevertheless, both firms remained in the safe zone throughout the period (DVLA Z-Score 6.26-7.45; KLBF 9.82-11.68), indicating strong financial resilience. KLBF's gross profit margin declined from 45.3% (2019) to 38.8% (2023), while DVLA maintained a relatively stable gross profit margin from 51% (2019) to 54% (2023) but faced rising operating costs. Adaptive strategies, such as OTC diversification, supply-chain integration, foreign rate exchange risk management, and local raw-material initiatives, helped mitigate policy and currency shocks. The study highlights the importance of cost-structure efficiency, foreign-exchange risk controls, and domestic raw-material capability to sustain competitiveness under national pricing regulation and global volatility.

Keywords: e-catalogue, JKN, imported raw materials, rupiah exchange rate, Altman Z-Score, pharmaceutical industry.

ABSTRAK

Sistem harga obat melalui e-katalog dalam program Jaminan Kesehatan Nasional (JKN) serta tingginya ketergantungan bahan baku impor menjadi tekanan eksternal utama bagi kinerja keuangan industri farmasi nasional. Penelitian ini menganalisis keterkaitan tekanan harga e-katalog dan fluktuasi nilai tukar rupiah-dolar AS terhadap struktur biaya, rasio keuangan utama, serta risiko financial distress menggunakan model Altman Z-Score modifikasi. Desain penelitian deskriptif-kualitatif diterapkan pada dua emiten farmasi, PT Darya Varia Laboratoria Tbk (DVLA) dan PT Kalbe Farma Tbk (KLBF) untuk periode 2019–2023, dengan data sekunder dari laporan keuangan konsolidasian auditan, laporan tahunan, dan sustainability report. Analisis dilakukan melalui perhitungan rasio keuangan dan Z-Score menggunakan Excel serta content analysis berbasis koding tematik untuk memetakan strategi adaptif perusahaan. Hasil menunjukkan adanya tekanan margin, terutama pada lini yang berkaitan dengan JKN, dan peningkatan eksposur biaya ketika rupiah terdepresiasi. Namun, kedua perusahaan tetap berada pada zona aman selama periode pengamatan (Z-Score DVLA 6,26–7,45; KLBF 9,82–11,68), menunjukkan ketahanan finansial yang kuat. KLBF mengalami penurunan gross profit margin dari 45,3% (2019) menjadi 38,8% (2023), sedangkan DVLA relatif stabil pada gross profit margin 51% (2019) menjadi 54% (2023) namun menghadapi kenaikan biaya operasional. Strategi adaptif seperti diversifikasi OTC,

integrasi rantai pasok, manajemen risiko valas, dan inisiatif bahan baku lokal berperan dalam mitigasi tekanan regulasi dan nilai tukar. Studi ini menegaskan pentingnya efisiensi struktur biaya, pengendalian risiko kurs, dan penguatan kapabilitas bahan baku domestik untuk menjaga daya saing di bawah regulasi harga nasional dan volatilitas ekonomi global.

Kata kunci: e-katalog, JKN, bahan baku impor, nilai tukar rupiah, Altman Z-Score, industri farmasi.

PENDAHULUAN

Industri farmasi merupakan sektor strategis yang menopang ketersediaan obat dan ketahanan sistem kesehatan nasional (Kemenkes, 2010). Sejak implementasi JKN tahun 2014, mekanisme pengadaan obat melalui Formularium Nasional (Fornas) dan e-katalog mendorong penurunan harga pengadaan sebagai upaya cost containment. Konsekuensinya, ruang margin untuk produsen, khususnya pada produk yang terserap JKN, menjadi terbatas dan menuntut efisiensi operasional (Yuditia, 2021). Pada saat yang sama, industri farmasi Indonesia masih sangat bergantung pada impor bahan baku obat (BBO), sehingga depresiasi rupiah juga berpotensi meningkatkan biaya produksi dan menekan profitabilitas. Pada akhirnya industri farmasi dituntut menyeimbangkan margin dengan kondisi keuangan perusahaan (Raharni, 2018).

Di tengah tekanan regulasi harga dan volatilitas nilai tukar, evaluasi dini terhadap kesehatan keuangan perusahaan menjadi penting. Financial distress dapat dipahami sebagai fase penurunan kinerja keuangan yang meningkatkan risiko kegagalan memenuhi kewajiban dan, bila berlanjut, dapat mengarah pada kebangkrutan (Anggreni, 2022). Salah satu model yang banyak digunakan untuk prediksi dini adalah Altman Z-Score (Aulia, 2023). Penelitian ini berfokus pada PT Darya Varia Laboratoria Tbk (DVLA) dan PT Kalbe Farma Tbk KLBK periode 2019–2023 karena keduanya merupakan emiten farmasi swasta (BUMS) yang memiliki keterlibatan produk dalam Fornas dan menghadapi dinamika pasar pascapandemi.

Menurut Anggrani (2020) secara konseptual, kebijakan JKN mendorong cost containment melalui seleksi obat esensial, standar terapi, dan mekanisme pengadaan berbasis e-katalog sehingga perusahaan perlu menyeimbangkan akses, kepatuhan regulasi, dan

keberlanjutan finansial. Dampak JKN terhadap pola permintaan dan tekanan harga obat telah dilaporkan memengaruhi profitabilitas dan strategi portofolio perusahaan farmasi, terutama pada produk yang masuk Fornas (Lim, 2021).

Dari perspektif manajemen strategis, tekanan eksternal dapat dipetakan melalui analisis struktur industri dan kekuatan tawar pembeli/pemasok (Porter's Five Forces) serta analisis situasional internal–eksternal (SWOT) (Porter, 1980). Kemudian diturunkan ke dalam TOWS Matrix untuk merumuskan pilihan strategi (Wehrich, 1982). Tipologi strategi (misalnya prospector–defender) juga berguna untuk memahami konsistensi respons organisasi terhadap perubahan regulasi dan lingkungan pasar (Barney, 1991).

Selain itu, ketahanan rantai pasok dan kapabilitas organisasi menjadi faktor penentu dalam menghadapi volatilitas nilai tukar dan gangguan pasokan bahan baku (Kartika, 2023). Literatur menekankan pentingnya resilience dan penguatan sumber daya/kapabilitas (resource-based view) untuk mempertahankan keunggulan kompetitif, termasuk melalui pengembangan pemasok, manajemen persediaan, dan mitigasi risiko (Satibi, 2022).

Tujuan penelitian ini adalah: (1) menghitung dan menginterpretasikan Altman Z-Score modifikasi sebagai indikator risiko financial distress, (2) mengevaluasi rasio keuangan dan struktur biaya operasional, serta (3) mengidentifikasi strategi adaptif perusahaan dalam merespons tekanan e-katalog dan biaya impor bahan baku.

FINANCIAL DISTRESS

Financial distress merupakan kondisi penurunan kinerja keuangan yang ditandai antara lain oleh melemahnya arus kas operasional, ketidakmampuan memenuhi kewajiban, dan memburuknya rasio likuiditas serta solvabilitas (Hikmah, 2018). Altman Z-Score meng-

gabungan beberapa rasio untuk membentuk indeks prediksi kebangkrutan. Penelitian ini menggunakan Altman Z-Score modifikasi untuk perusahaan di negara berkembang yang mengeliminasi variabel penjualan/total aset dan dirumuskan sebagai (Ramadhani, 2009):

$Z = 6,56X_1 + 3,26X_2 + 6,72X_3 + 1,05X_4$,
 dengan $X_1 = \text{Working Capital/Total Assets}$,
 $X_2 = \text{Retained Earnings/Total Assets}$,
 $X_3 = \text{EBIT/Total Assets}$,
 $X_4 = \text{Book Value of Equity/Book Value of Total Debt}$.

Kriteria interpretasi: $Z < 1,1$ (distress), $1,1-2,6$ (grey area), dan $Z > 2,6$ (zona aman) (Altman, 2010).

Model Altman Z-Score pada awalnya dikembangkan untuk memprediksi kebangkrutan berbasis kombinasi rasio likuiditas, profitabilitas, leverage, dan aktivitas, kemudian mengalami adaptasi untuk berbagai konteks industri dan negara. Dalam kajian di Indonesia, Z-Score kerap digunakan sebagai indikator early warning financial distress dan dibandingkan dengan model prediksi lain untuk melihat konsistensi hasil (Wulandari, 2009). Karena itu, interpretasi skor perlu dibaca bersama tren rasio dan konteks operasional-kebijakan, sebab tekanan harga dan perubahan struktur biaya dapat mengubah profil risiko tanpa segera menggeser perusahaan keluar dari zona aman. Rasio-rasio komponen Z-Score membantu menilai kapasitas likuiditas, akumulasi laba, kemampuan menghasilkan laba operasi, dan solvabilitas yang informatif bagi investor, manajemen, dan regulator (Ramadhani, 2009).

Dari sisi kebijakan, JKN dan e-katalog membentuk tekanan harga melalui standar tarif dan mekanisme e-purchasing yang berorientasi efisiensi. Di industri farmasi, komponen biaya terbesar umumnya berasal dari bahan baku dan kemasan, sehingga ketergantungan impor memperbesar sensitivitas terhadap nilai tukar. Dengan demikian, strategi adaptif yang relevan mencakup efisiensi biaya, manajemen risiko valas, diversifikasi portofolio (misalnya OTC dan suplemen), serta penguatan rantai pasok melalui inisiatif bahan baku lokal atau integrasi vertikal.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan paradigma interpretatif dengan pendekatan deskriptif-kualitatif. Unit analisis adalah dua perusahaan farmasi swasta yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan memiliki produk yang tercantum pada Fornas, yaitu DVLA dan KLBF, selama 2019–2023. Data yang digunakan merupakan data sekunder dari laporan keuangan konsolidasian auditan, annual report, dan sustainability report. Desain studi kasus komparatif dipilih untuk menggali konteks kebijakan dan strategi adaptif melalui triangulasi dokumen serta interpretasi tematik (Yin, 2018).

Analisis kualitatif dilakukan melalui penelaahan dokumen kebijakan, laporan tahunan, dan catatan manajemen untuk mengidentifikasi tema-tema utama (misalnya tekanan harga, efisiensi biaya, pengelolaan valas, dan inovasi portofolio). Proses pengodean dan pengembangan tema mengikuti prinsip thematic analysis sehingga interpretasi temuan terstruktur dan dapat ditelusuri (Creswell, 2009).

Prosedur analisis meliputi: (1) ekstraksi data keuangan dan perhitungan rasio-rasio yang menjadi komponen Altman Z-Score modifikasi (X_1 – X_4) menggunakan Microsoft Excel; (2) perhitungan Z-Score tahunan dan interpretasinya berdasarkan cut-off; (3) analisis struktur biaya (COGS dan biaya operasional) untuk mengidentifikasi perubahan komposisi biaya; dan (4) analisis tematik dokumen untuk memetakan strategi adaptif perusahaan terhadap tekanan e-katalog dan volatilitas nilai tukar, didukung triangulasi antar sumber dokumen. Penggunaan rasio-rasio keuangan mengikuti kerangka analisis laporan keuangan dan corporate finance untuk membaca likuiditas, profitabilitas, serta solvabilitas (Munawir, 2000).

BAHAN DAN ALAT

Bahan penelitian berupa dokumen publik perusahaan dan regulator, terutama: laporan keuangan konsolidasian 2019–2023, annual report, dan sustainability report DVLA dan KLBF; serta dokumen terkait kebijakan JKN/Fornas dan e-katalog yang relevan. Bahan diperoleh dengan mengunduh dari situs resmi perusahaan dan Bursa Efek Indonesia (OJK, 2016).

Alat/instrumen analisis meliputi: (1) peneliti sebagai instrumen utama untuk penafsiran konteks kebijakan dan strategi, (2) Microsoft Excel untuk kalkulasi rasio, tren, dan rekapitulasi data, serta (3) matriks koding analisis tematik untuk mengelompokkan temuan dokumen ke dalam tema tekanan eksternal, dampak finansial, dan respons strategis (Bogdan, 2006).

HASIL DAN PEMBAHASAN

1. Altman Z-Score Modifikasi

Perhitungan Altman Z-Score modifikasi menunjukkan bahwa DVLA dan KLBF konsisten berada pada zona aman ($Z > 2,6$) sepanjang 2019–2023. DVLA mengalami penurunan Z-Score pada 2020 (6,26) seiring tekanan pandemi, kemudian membaik pada 2022 (6,99) dan kembali turun ringan pada 2023 (6,28). KLBF menunjukkan Z-Score yang lebih tinggi dan relatif stabil, dimana tahun 2019 (10,28) kemudian terjadi peningkatan pada 2023 (11,68).

Tabel 1. Altman Z-Score Modifikasi DVLA dan KLBF (2019–2023)

Perusahaan	2019	2020	2021	2022	2023
DVLA	7,45	6,26	6,32	6,99	6,28
KLBF	10,28	9,82	10,60	9,97	11,68

2. Gross Profit Margin (GPM) dan Operating Profit Margin (OPM)

Dari sisi margin, DVLA telah berhasil mempertahankan gross profit margin yang relatif stabil (sekitar 50,9–53,7%), tetapi operating profit margin menurun dari 16,36% (2019) menjadi 10,05% (2023), mengindikasikan peningkatan beban operasional. KLBF mengalami penurunan gross profit margin yang lebih tajam dari 45,3% (2019) menjadi 38,8% (2023), dan operating profit margin turun dari kisaran 15% menjadi 11,9% (2023). Perbedaan ini selaras dengan struktur pendapatan KLBF yang lebih besar dan paparan segmen yang beragam, termasuk kebutuhan menjaga daya saing pada pasar yang sensitif harga.

Tabel 2. Gross Profit Margin (GPM) dan Operating Profit Margin (OPM) DVLA vs KLBF (2019–2023, %)

Indikator	2019	2020	2021	2022	2023
GPM DVLA (%)	53,69	50,94	52,38	52,48	51,58
OPM DVLA (%)	16,36	11,52	10,96	10,35	10,05
GPM KLBF (%)	45,30	44,30	43,00	40,50	38,80
OPM KLBF (%)	15,00	15,70	15,80	15,40	11,90

Analisis struktur biaya memperlihatkan bahwa pada DVLA, total COGS meningkat sekitar 9% selama periode pengamatan, sementara biaya umum dan administrasi meningkat lebih tinggi (37%). Pada KLBF, pertumbuhan penjualan sebesar 35% tidak sepenuhnya diikuti efisiensi biaya, karena total COGS meningkat sekitar 50%, yang berkontribusi terhadap penurunan margin. Kondisi ini konsisten dengan narasi bahwa depresiasi rupiah meningkatkan biaya bahan baku impor dan bahwa tekanan e-katalog membatasi ruang penyesuaian harga.

Tabel 3. Ringkasan Struktur Biaya (2019 vs 2023) dan Tren

Komponen	2019 (miliar Rp)	2023 (miliar Rp)	Tren 2019– 2023
DVLA - Penjualan neto	1813	1890,9	4%
DVLA - COGS	839,5	915,6	9%
DVLA - Bahan baku & kemasan	584,2	585,7	0,3%
DVLA - Biaya pemasaran	528,4	589	11%
DVLA - G&A	151,7	208,5	37%

KLBF - Penjualan	22633,5	30449,1	35%
KLBF - COGS	12390	18625,9	50%
KLBF - Bahan baku & kemasan	4273,4	6032,5	41%
KLBF - Biaya pemasaran	5358	6302,8	18%
KLBF - G&A	1289	1497,1	16%

Dari sisi strategi adaptif, DVLA menonjol pada cost optimization, optimalisasi portofolio dan penguatan lini OTC, serta penguatan buffer stok dan perencanaan procurement untuk mitigasi risiko valas. KLBF menunjukkan strategi yang lebih agresif melalui integrasi rantai pasok, penguatan produk OTC dan nutrisi, investasi digital health, serta penerapan mitigasi nilai tukar (hedging dan buffer inventory). Secara keseluruhan, kombinasi efisiensi struktur biaya dan strategi portofolio (OTC/ekspor/digital) berperan menjaga ketahanan finansial kedua perusahaan.

Tabel 4. Ringkasan Strategi Adaptif Utama (2019–2023)

Perusahaan	Strategi	Evaluasi	Keterangan
DVLA	Efisiensi Biaya (Cost Optimization)	✓ Efektif	Menurunkan beban distribusi & promosi tanpa mengganggu kinerja operasi
DVLA	Diversifikasi Produk OTC	✓ Sangat Efektif	Kontribusi lini OTC & suplemen meningkat signifikan
DVLA	Stok Pengaman & Manajemen Risiko Valas	✓ Efektif	Inventory buffer dan mitigasi fluktuasi kurs dengan procurement planning
KLBF	Integrasi Vertikal Rantai Pasok	✓ Efektif	Efisiensi logistik dan bahan baku; mengurangi ketergantungan impor
KLBF	Diversifikasi	✓	Peningkatan

	Produk dan Pasar Ekspor	Sangat Efektif	kontribusi ekspor hingga 10,5%; penetrasi pasar Asia & Afrika
KLBF	Strategi Lindung Nilai (Hedging) & Buffer Stok Bahan Baku	△ Moderat	Belum maksimal, sebagian besar tetap terpapar risiko fluktuasi kurs & biaya impor

KESIMPULAN

Hasil penelitian menunjukkan bahwa (1) DVLA dan KLBF menunjukkan ketahanan finansial yang kuat selama 2019–2023, tercermin dari nilai Altman Z-Score modifikasi yang konsisten berada pada zona aman. (2) Tekanan e-katalog dan eksposur biaya impor berasosiasi dengan tekanan margin, lebih nyata pada KLBF melalui penurunan gross profit margin, serta kenaikan biaya operasional pada DVLA. (3) Strategi adaptif berbasis efisiensi biaya, diversifikasi portofolio (OTC/ nutrisi/ ekspor), integrasi rantai pasok, dan pengendalian risiko kurs menjadi faktor penting dalam menjaga daya saing dan stabilitas keuangan perusahaan.

Manajemen perusahaan perlu memperkuat manajemen biaya berbasis data, memperluas inisiatif bahan baku lokal dan kontrak pasokan yang lebih resilien, serta memperdalam praktik mitigasi risiko valas. Regulator dapat mempertimbangkan desain kebijakan harga yang menjaga keterjangkauan sekaligus memberikan ruang keberlanjutan bagi industri.

DAFTAR PUSTAKA

- Kementerian Kesehatan Republik Indonesia, Peraturan Menteri Kesehatan No. 1799/MENKES/PER/XII/2010 tentang Industri Farmasi, retrieved from <https://farmalkes.kemkes.go.id/unduh/permenkes-1799-2010/>
- Yuditia, Aria, Yusup Hidayat, and Suparji Achmad. Pelaksanaan Jaminan Kesehatan Nasional Oleh BPJS Berdasarkan Undang-Undang No. 40 Tahun 2004 Tentang Sistem Jaminan Sosial Nasional. *Jurnal Magister Ilmu Hukum* 6.1 (2021): 43-61.
- Raharni, Raharni, Sudibyo Supardi, and Ida Diana Sari. *Kemandirian dan Ketersediaan*

- Obat Era Jaminan Kesehatan Nasional (JKN): Kebijakan, Harga, dan Produksi Obat. *Media Penelitian dan Pengembangan Kesehatan* 28.4 (2018): 219-228.
- Anggriani Y, Ramadaniati HU, Sarnianto P, Pontoan J, Suryawati S. The Impact Of Pharmaceutical Policies On Medicine Procurement Pricing In Indonesia Under The Implementation Of Indonesia's Social Health Insurance System. *Value Health Reg Issues*. 2020;21:1–8. doi:10.1016/j.vhri.2019.05.005
- Lim, Harianto, and Rofikoh Rokhim. Factors Affecting Profitability Of Pharmaceutical Company: An Indonesian Evidence. *Journal of Economic Studies* 48.5 (2021): 981-995.
- Kartika, A. N. (2023). Upaya Kemandirian Bahan Baku Obat Dalam Pengembangan Industri Farmasi Di Indonesia. *Berkala Ilmiah Mahasiswa Farmasi Indonesia (BIMFI)*, 10(1), 21–32. <https://doi.org/10.48177/bimfi.v10i1.105>.
- Achyar, N. N. I., Hartoyo, H., Palupiningrum, A. W., & Ilmi, S. W. (2024). Operational Risk Management pada PT Kimia Farma Sungwun Pharmacopia. *Oikonomia: Jurnal Manajemen*, 20(2), 179-194.
- Satibi, S., et al. Pharmaceutical Supply Chain Management In Supporting Drugs Availability In The JKN Era In Indonesia. *International Journal of Scientific & Technology Research* 9.04 (2020).
- Kuangan, Otoritas Jasa. Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 29/POJK. 04/2016 tentang Laporan Tahunan Emiten atau Perusahaan Publik. Jakarta: Otoritas Jasa Keuangan Republik Indonesia (2016).
- Anggreni, Rima., Analisis Perbandingan Financial Distress Dengan Menggunakan Model Altman, Springate, Zmijewski dan Grover, 2022.
- Hikmah, Hikmah. Prediksi Kebangkrutan Dengan Altman Z-Score Dan Harga Saham Pada Perusahaan Manufaktur. *Perisai: Islamic Banking and Finance Journal* 2.2 (2018): 121-136.
- Aulia, Mohammad Azhar, Vaya Juliana Dillak, and Ruri Octania Dinata. Analisis Financial Distress Menggunakan Metode Altman Z-Score (Studi Kasus Perusahaan Farmasi Periode 2017-2021 Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia). *eProceedings of Management* 10.4 (2023).
- Wulandari, Fitria, Burhanudin, and Rochmi Widayanti. Analisis Prediksi Kebangkrutan Menggunakan Metode Altman (Z-Score) Pada Perusahaan Farmasi (Studi Kasus Pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2011-2015). *Benefit: Jurnal Manajemen Dan Bisnis* 2.1 (2017): 15-27.
- Altman, Edward I. Financial Ratios, Discriminant Analysis And The Prediction Of Corporate Bankruptcy. *The journal of finance* 23.4 (1968): 589-609.
- Altman, E. I., Iwanicz-Drozdowska, M., Laitinen, E. K., & Suvas, A. (2010). Financial Distress Prediction In An International Context: A Review And Empirical Analysis Of Altman's Z-Score Model. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 21(3), 249–270.
- Ramadhani, A. S., & Lukviarman, N. (2009). Perbandingan Analisis Prediksi Kebangkrutan Menggunakan Model Altman Pertama, Altman Revisi, Dan Altman Modifikasi Dengan Ukuran Dan Umur Perusahaan Sebagai Variabel Penjelas (Studi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Siasat Bisnis*, 13(1).
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. *Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill Education, 2019.
- Brigham, E. F., & Daves, P. R. (2021). *Intermediate Financial Management* (14th ed.). Cengage Learning.
- Munawir, Analisis Laporan Keuangan, Yogyakarta: Liberty, 2000.
- Kasmir, Analisis Laporan Keuangan. Jakarta: Raja Grafindo Persada, 2020.
- Hery, Analisis Laporan Keuangan. Jakarta: Grasindo, 2018.
- Sujarweni, V.W, Analisis Laporan Keuangan: Teori, Aplikasi, dan Hasil Penelitian. Yogyakarta: Pustaka Baru Press, 2017.
- Creswell, J. W. (2009). *Research Design Qualitative, Quantitative, and Mix Methods Approaches*. In V. Knight (Ed.), *Jurnal Fisika Unand*. SAGE Publication,

- Inc. <https://doi.org/10.25077/jfu.3.4.205-213.2014>
- Bogdan, R., & Biklen, S. K. (2006). *Qualitative Research for Education: An Introduction to Theories and Methods*, Fifth Edition (5th edition). Pearson.
- Braun V, Clarke V. Using thematic analysis in psychology. *Qualitative Research in Psychology*. 2006;3(2):77–101.
- Yin RK. *Case Study Research and Applications: Design and Methods*. 6th ed. Thousand Oaks, CA: SAGE; 2018.
- Porter ME. *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*. New York: Free Press; 1980.
- Weihrich H. The TOWS Matrix-A Tool for Situational Analysis. *Long Range Planning*. 1982;15(2):54–66.
- Barney JB. Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. *Journal of Management*. 1991;17(1):99–120.
- Miles, R. E., & Snow, C. C. (1978). *Organizational Strategy, Structure, and Process*. McGraw-Hill.
- Sheffi, Y. (2007). *The Resilient Enterprise: Overcoming Vulnerability For Competitive Advantage*. MIT Press.
- Lengnick-Hall, C. A., Beck, T. E., & Lengnick-Hall, M. L. (2011). Developing A Capacity For Organizational Resilience Through Strategic Human Resource Management. *Human Resource Management Review*, 21(3), 243–255.