

***Enterprise Risk Management* dan Nilai Perusahaan: Kepemilikan Keluarga Sebagai Variabel Moderasi**

Zahrin Haznina Qalby*

Universitas Airlangga, Surabaya

Puput Tri Komalasari

Universitas Airlangga, Surabaya

Ni Luh Ayu Mahetria Pradnyaswari

Universitas Airlangga, Surabaya

*zahrin.haznina@feb.unair.ac.id

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh *Enterprise Risk Management* terhadap nilai perusahaan dengan moderasi kepemilikan keluarga pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini menggunakan *Moderated Regression Analysis* (MRA) dengan utilisasi *Process Macro v4.2 for SPSS by Andrew F. Hayes*. Data sekunder yang digunakan dalam penelitian ini diperoleh dari Osiris dan *website* masing-masing perusahaan sampel, yang dipilih dengan teknik *purposive sampling* untuk periode penelitian 2015-2019. Variabel dependen pada penelitian ini adalah nilai perusahaan yang diukur dengan menggunakan Tobin's Q. Variabel independen adalah *Enterprise Risk Management* (ERM) yang diukur dengan menggunakan indeks ERM kuantitatif. Variabel moderasi adalah kepemilikan keluarga yang diproksikan dengan nilai *dummy*. Penelitian ini juga menyertakan sejumlah variabel kontrol yaitu ukuran perusahaan (LnTA), profitabilitas (ROA), dan *leverage* (DAR). Hasil pengujian pada penelitian ini ditemukan bahwa ERM tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, namun kepemilikan keluarga sebagai variabel moderasi memperkuat secara signifikan pengaruh positif ERM terhadap peningkatan nilai perusahaan. Variabel kontrol ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan, profitabilitas berpengaruh negatif signifikan, dan *leverage* berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Kata Kunci: enterprise risk management, nilai perusahaan, kepemilikan keluarga, ukuran perusahaan, profitabilitas, leverage.

Pendahuluan

Penerapan manajemen risiko perusahaan merupakan aspek penting yang menunjukkan tata kelola perusahaan yang baik serta lingkungan bisnis yang sehat. Hal ini menunjukkan bagaimana komitmen perusahaan dalam memberikan nilai kepada pemangku kepentingan, merencanakan strategi melalui keputusan manajemen, serta menanggapi globalisasi dan tekanan regulasi. Penyajian informasi yang komprehensif mengenai manajemen risiko pada perusahaan terbuka merupakan bentuk transparansi kepada pemangku kepentingan yang tertulis dalam laporan tahunan, sekaligus untuk mengurangi asimetri informasi mengenai tata kelola perusahaan dan kompleksitas risiko yang dihadapi perusahaan. Semakin dinamis perkembangan lingkungan bisnis, baik eksternal maupun internal, menjadikan risiko perusahaan semakin kompleks. Risiko yang bersumber dari faktor eksternal maupun internal akan berdampak pada kinerja perusahaan. Bagi perusahaan dengan kualitas manajemen risiko yang buruk akan kesulitan dalam menjaga kontinuitas usahanya, khususnya di tengah banyaknya ketidakpastian kondisi pasar dan tekanan ekonomi global.

Cara perusahaan untuk memaksimalkan aktivitas manajemen risikonya yaitu melalui sistem manajemen risiko yang dapat diintegrasikan ke seluruh unit organisasi yaitu *Enterprise Risk Management* (ERM). Penerapan ERM dimaksudkan untuk membantu dalam mengidentifikasi kemungkinan risiko yang dapat memengaruhi kegiatan perusahaan, penyebab dari adanya risiko-risiko tersebut, implikasi atas terjadinya risiko, serta merekomendasikan tindakan-tindakan yang efektif untuk mengatasi ketika risiko terjadi. ERM sebagai suatu sistem yang modern memiliki perbedaan dengan manajemen risiko tradisional. Dalam pendekatan tradisional, penilaian terhadap risiko dilakukan secara terpisah di setiap departemen dan penanganannya diputuskan secara independen (Lin *et al.*, 2012). ERM memiliki konsep berbeda, yang didefinisikan secara holistik sebagai proses mengidentifikasi dan mengevaluasi berbagai risiko, selanjutnya mengintegrasikan risiko yang ada dengan menggunakan alat dan teknik terintegrasi, serta melakukan koordinasi atas aktivitas manajemen risiko tersebut kepada semua area bisnis di dalam perusahaan.

Penerapan ERM di Indonesia cenderung masih hanya diwajibkan bagi perusahaan pada sektor keuangan. Pada perusahaan sektor non-keuangan, penerapan ERM masih bersifat sukarela (*voluntary*). Bahkan BUMN dengan kompleksitas dan ukuran perusahaan yang beragam, sebelumnya tidak memiliki standar pengelolaan risiko terintegrasi hingga ditetapkan Peraturan Menteri BUMN Nomor Per-5/BUMN/09/2022. Dalam hasil penelitian lebih lanjut, Rujiin & Sukirman (2020) mengungkapkan bahwa di Indonesia jumlah perusahaan pada sektor manufaktur yang mengimplementasikan ERM masih terbilang rendah, yaitu hanya sekitar 39% sampai 50%. Menurut Zijl *et al.*, (2017) dengan tidak adanya tekanan dari *stakeholders*, perusahaan hanya termotivasi untuk mengungkapkan isu-isu yang telah terbukti penting dan diharapkan oleh pemangku kepentingan sebagai upaya untuk menghindari biaya hukum atau kehilangan reputasi. Kelonggaran ini memungkinkan bagi perusahaan non-keuangan untuk menyajikan informasi risiko yang kurang detail dan komprehensif (*Financial Reporting Council*, 2011). Hal ini sangat disayangkan, mengingat pentingnya implementasi ERM dan bagaimana hal ini berpotensi meningkatkan nilai perusahaan.

Beberapa penelitian sebelumnya telah menguji pengaruh ERM terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian Anton (2018) menunjukkan bahwa penerapan ERM mampu peningkatan nilai perusahaan terutama selama periode sebelum terjadinya krisis ekonomi global pada tahun 2008. Penelitian lain oleh Iswajuni *et al.*, (2018) dengan menggunakan variabel yang sama dengan fokus pengujian pada sektor manufaktur di Indonesia, menemukan bahwa penerapan ERM memiliki hubungan positif signifikan dengan nilai perusahaan. Demikian juga hasil penelitian yang dilakukan Faisal *et al.*, (2021), yang menemukan bahwa penerapan sistem ERM pada manajemen risiko perusahaan mampu meningkatkan nilai perusahaan. Kesimpulan dari sejumlah penelitian tersebut menunjukkan bahwa penerapan ERM dipandang sebagai penggerak nilai untuk meningkatkan kinerja perusahaan serta pengungkapannya dalam laporan tahunan merupakan bentuk transparansi bagi investor untuk mengevaluasi kemampuan manajemen dalam mengelola risiko, sehingga memberikan nilai tambah bagi perusahaan serta berimplikasi pada peningkatan nilai perusahaan.

Di sisi lain, terdapat kesimpulan yang berbeda dari penelitian Tahir & Razali (2011) dan Li *et al.*, (2014) yang menyatakan bahwa penerapan ERM dalam manajemen risiko tidak memengaruhi nilai perusahaan. Hasil serupa juga ditemukan oleh Anton (2018) yang melakukan pengamatan selama periode terjadinya krisis ekonomi global, yaitu pada tahun 2008-2011. Pada periode tersebut, peneliti menemukan bahwa pengimplementasian ERM tidak memberikan pengaruh pada nilai perusahaan. Penelitian lainnya oleh Roberts *et al.*, (2022) menemukan bahwa pada 489 perusahaan dari 6 kawasan global (Afrika, Asia, Australia, Selandia Baru, Eropa, Amerika Utara dan Amerika Selatan), hanya terdapat 15,5% perusahaan yang mengungkapkan risiko terkait dengan pandemi, sedangkan lebih dari 71,1% lainnya hanya menyampaikan informasi minimal kepada pemangku kepentingan. Berdasarkan kesimpulan yang tidak konsisten pada sejumlah penelitian sebelumnya, peneliti memutuskan untuk melakukan pengujian lebih lanjut mengenai pengaruh pengimplementasian ERM terhadap nilai

perusahaan dengan fokus pengamatan pada sektor manufaktur di Indonesia yang merupakan pasar negara berkembang.

Menurut *PricewaterhouseCoopers Family Business Survey* (2014), 60% dari perusahaan di Asia Tenggara merupakan perusahaan keluarga, dengan 95% diantaranya berada di Indonesia yang didominasi oleh industri manufaktur. Perusahaan dengan kepemilikan keluarga mencakup 95% dari keseluruhan bisnis yang ada di Indonesia dengan kontribusi terhadap PDB sebesar 82%, serta 40% bagi kapitalisasi pasar. Hal ini menunjukkan bahwa eksistensi perusahaan keluarga sangat penting bagi perekonomian negara. Dalam tata kelola perusahaan, kepemilikan terkonsentrasi keluarga memiliki kekuatan untuk memengaruhi keputusan direksi dalam menentukan kebijakan perusahaan. Jika melihat dari sistem tata kelola yang dianut, perusahaan di Indonesia mengatur pemisahan fungsi dewan direksi dan dewan komisaris melalui sistem *two-tier board*. Potensi yang sering muncul dalam implementasi sistem *two-tier board* pada perusahaan keluarga adalah penempatan jabatan yang dipengaruhi oleh hubungan kekerabatan, misalnya *founder* perusahaan menjadi dewan komisaris dan anggota keluarga lainnya menjadi dewan direksi.

Dalam konteks implementasi ERM, perusahaan keluarga mempunyai beberapa karakteristik yang membedakannya dengan perusahaan lain. Pertama, perusahaan keluarga dianggap mempunyai tingkat konflik keagenan tipe 1 yang rendah karena posisi komisaris dan direktur biasanya dijalankan oleh anggota keluarga dengan hubungan kekerabatan yang dekat, terutama pada perusahaan dengan CEO keluarga. Hal ini menyebabkan konflik yang biasanya terjadi karena adanya pemisahan antara kepemilikan dan kontrol pada sistem *two-tier board* menjadi lebih sedikit pada perusahaan keluarga. Hal ini berimplikasi pada munculnya perilaku *steward* (pelayan) yang selalu berusaha menyelaraskan kebijakan perusahaan dengan kepentingan pemegang saham. Menurut penelitian Anderson & Reeb (2003), pengendalian keluarga di dalam perusahaan memberikan akses yang lebih luas terhadap informasi penting dari perusahaan, sekaligus kekuatan untuk mempengaruhi keputusan manajemen. Penelitian lain oleh González et al., (2020) memberikan penjelasan bahwa pada perusahaan dengan tingkat kontrol keluarga yang kuat melalui modal yang ditanamkan, terdapat inisiasi yang tinggi untuk menerapkan ERM guna memperkuat kontrol internal pada manajemen perusahaan.

Konsep yang dikembangkan dalam penelitian ini yang membedakan dengan sejumlah penelitian sebelumnya adalah dengan adanya pengujian efek moderasi dari kepemilikan keluarga dalam hubungan pengaruh penerapan ERM terhadap nilai dari perusahaan. Hal ini dilakukan mengingat kepemilikan terkonsentrasi keluarga memiliki kendali yang besar dalam menentukan kebijakan dan tata kelola perusahaan. Perusahaan manufaktur diambil sebagai sampel untuk mengendalikan perbedaan regulasi mengenai kewajiban dalam menerapkan ERM antara perusahaan keuangan dan non-keuangan. Sektor manufaktur merupakan kelompok usaha terbesar dari segi volume perdagangan dibandingkan sektor lainnya di Indonesia. Selain itu, tingkat risiko pada perusahaan manufaktur cukup tinggi, terutama yang berkaitan dengan impor bahan baku dan ekspor produk, yang salah satunya dipengaruhi oleh perubahan kurs. Oleh karena itu, penelitian ini difokuskan untuk mengamati perusahaan pada sektor manufaktur yang aktif tercatat di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2015-2019.

Peneliti tidak menyertakan periode selama terjadinya pandemi COVID-19 yaitu pada tahun 2020-2021, karena proksi pengukuran nilai perusahaan dengan Tobin's Q mempertimbangkan nilai pasar dari saham. Di sisi lain, selama masa pandemi harga jual beli saham mengalami fluktuasi yang terlalu tinggi. Khoiriah et al., (2020) menyatakan bahwa sepanjang terjadinya pandemi COVID-19, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) mengalami penurunan yang signifikan. Pada 9 Maret 2020 tercatat bahwa IHSG menurun drastis sebesar 6.24%, begitu pula yang terjadi pada indeks saham LQ45 yang turun sebesar 15%. Hal ini mengindikasikan bahwa investor yang sebelumnya bertindak rasional dengan menghitung nilai intrinsik dari saham yang memiliki kinerja terbaik pada tahun sebelumnya, menjadi irasional dengan melakukan *panic selling* karena melihat penurunan signifikan pada IHSG.

Fenomena yang terjadi pada periode ini bertolak belakang dengan teori dari *efficient market hypothesis* yang mengasumsikan bahwa investor bertindak rasional.

Landasan Teori dan Pengembangan Hipotesis

Enterprise Risk Management

Enterprise Risk Management (ERM) merupakan proses mengidentifikasi dan mengevaluasi risiko, kemudian mengintegrasikan berbagai risiko menggunakan alat dan teknik terintegrasi, serta melakukan koordinasi kepada seluruh unit operasional mengenai aktivitas manajemen risiko. Implementasi ERM pada perusahaan secara umum merujuk pada dua standar internasional yang telah diadaptasi oleh banyak perusahaan besar dari seluruh dunia, yaitu standar *Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission* (COSO) *Enterprise Risk Management* (ERM) 2017 – *Integrating with Strategy and Performance* dan *International Organization for Standardization* (ISO) 31000: 2018 *Risk Management –Guidelines*.

Aspek-aspek yang membedakan kedua standar ini menunjukkan keunggulan dan kelemahan masing-masing. Berdasarkan pengamatan peneliti, standar ISO 31000:2018 memiliki keunggulan kompetitif dalam menyampaikan pedoman yang lebih komprehensif. Dalam standar ini diatur mulai dari prinsip penerapan manajemen risiko, penentuan konteks internal dan eksternal, serta adanya pemisahan fungsi antara kerangka kerja dan proses manajemen risiko. Selain itu, melihat bahwa standar ERM ISO 31000: 2018 telah mendapat validasi dan diadopsi oleh perusahaan di lebih dari 40 negara sebagai standar manajemen risiko menunjukkan bahwa standar ISO 31000: 2018 dapat bertahan terhadap uji kelayakan dari berbagai negara. Pada penentuannya, dalam memilih standar ERM juga perlu mempertimbangkan dan menyesuaikan dengan tujuan, budaya, karakteristik, dan peraturan yang harus dipatuhi oleh perusahaan (CRMS, 2021).

Nilai Perusahaan

Tujuan utama yang ingin dicapai oleh setiap perusahaan adalah untuk menyejahterakan para pemegang saham dan meningkatkan nilai perusahaan itu sendiri. Nilai perusahaan dapat dijelaskan sebagai persepsi investor terhadap perusahaan yang berkaitan dengan harga yang bersedia dibayar untuk saham perusahaan. Tingginya nilai perusahaan bergantung pada kualitas kinerja manajemen untuk mewujudkan kesejahteraan pemegang saham yang dicerminkan dari peningkatan harga saham di pasar modal. Nilai perusahaan menjadi semakin baik ketika terjadi kenaikan pada harga saham. Nilai perusahaan juga ditentukan oleh tingkat probabilitas yaitu dari pertumbuhan laba perusahaan. Pertumbuhan laba yang meningkat berimplikasi pada peningkatan arus kas dan kemampuan perusahaan untuk mendanai proyek investasinya.

Bagi perusahaan terbuka, memaksimalkan nilai perusahaan menjadi suatu tujuan normatif. Dalam hal ini, memaksimalkan nilai atau harga saham perusahaan memiliki makna yang berbeda dengan memaksimalkan laba perusahaan. Apabila hanya untuk memaksimalkan laba maka perusahaan cukup menerbitkan saham baru untuk menambah pendanaan kemudian diinvestasikan untuk memperoleh laba. Untuk memaksimalkan nilai perusahaan, menurut Sudana (2011), perusahaan perlu memaksimalkan nilai sekarang dari semua yang akan diterima oleh pemegang saham dengan orientasi jangka panjang, memperhitungkan faktor risiko, serta tanggung jawab sosial. Pengukuran nilai perusahaan dapat dilakukan dengan menggunakan proksi Tobin's Q yang kerap kali juga digunakan sebagai proksi kinerja pasar, dengan menghitung seluruh komponen utang dan modal saham perusahaan. Berdasarkan hasil pengujian nilai *cross loading* dalam penelitian Rahmadi & Mutasowifin (2021), validitas diskriminan Tobin's Q terbukti dapat merefleksikan dengan baik nilai perusahaan.

Kepemilikan Keluarga

Struktur kepemilikan merupakan mekanisme penting dalam tata kelola perusahaan karena dapat memengaruhi efektivitas dewan direksi dalam menentukan kebijakan tata kelola perusahaan. Anderson & Reeb (2003) menjelaskan bahwa kepemilikan keluarga merupakan perusahaan yang

dikendalikan oleh keluarga pendiri, dalam hal ini pendiri maupun keturunannya selalu berada pada posisi manajemen puncak, dewan komisaris, maupun pemegang saham pengendali dari suatu perusahaan. Keluarga sebagai pemegang saham pengendali mempertahankan kontrolnya dengan cara menempatkan anggota keluarga pada posisi strategis di perusahaan. Kehadiran anggota keluarga di jajaran direksi maupun posisi strategis lainnya berpengaruh terhadap sebagian besar aspek, hal ini karena mereka memiliki kekuatan untuk menentukan keputusan dalam perusahaan. Menurut Lokman *et al.*, (2014) keluarga yang bertindak sebagai pemegang saham pengendali dapat sangat mempengaruhi keputusan dewan direksi, terutama keputusan dalam penerapan kebijakan yang berkaitan dengan keberlangsungan usaha perusahaan termasuk penerapan manajemen risiko.

Hadiprajitno (2017) menjelaskan bahwa perusahaan diidentifikasi sebagai perusahaan keluarga apabila konsentrasi kepemilikan saham oleh keluarga sebesar 5% atau lebih. Pendapat lainnya dari Pukthuanthong *et al.*, (2013) mengidentifikasi perusahaan keluarga apabila keluarga pendiri (*founding family*) maupun CEO keluarga, baik secara individu maupun kolektif, memiliki lebih dari 20% dari total saham beredar. Penelitian lain oleh Venusita & Agustia (2021) menjelaskan bahwa terdapat empat karakteristik untuk mengidentifikasi perusahaan keluarga: (1) dari konsentrasi kepemilikan saham yang didominasi (lebih dari 50%) oleh keluarga, (2) kontrol utama terletak pada keluarga pendiri perusahaan, (3) adanya perwakilan keluarga di dalam manajemen perusahaan, dan (4) apabila merupakan perusahaan terbuka, keluarga yang melakukan akuisisi harus memiliki setidaknya 25% dari hak suara atas perusahaan tersebut. Di Indonesia sendiri, berdasarkan Surat Keputusan Direksi PT Bursa Efek Jakarta Nomor Kep-305/BEJ/07-2004, keluarga diidentifikasi sebagai pemegang saham pengendali jika memiliki sebanyak 25% atau lebih dari jumlah saham yang beredar, atau terdapat anggota keluarga yang memiliki kekuatan untuk mempengaruhi tata kelola serta kebijakan perusahaan walaupun kepemilikan sahamnya kurang dari 25%.

H₁: Enterprise Risk Management (ERM) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Dalam mencapai tujuan jangka panjang, perusahaan sering kali dihadapkan dengan kondisi ketidakpastian. Kondisi ketidakpastian ini kemudian memicu timbulnya risiko yang memiliki konsekuensi terhadap sasaran yang ingin dicapai perusahaan. Menerapkan manajemen risiko yang efektif sangat penting, terutama pada perusahaan dengan lingkungan risiko yang dinamis dan memiliki ketergantungan dengan banyak pihak. Pada teori pemangku kepentingan dijelaskan bahwa upaya manajemen untuk menyeimbangkan kepentingan para *stakeholder* dilakukan melalui pengelolaan yang baik pada sumber daya maupun potensi yang ada. Tujuannya untuk memaksimalkan kinerja keuangan dan meningkatkan nilai perusahaan yang menjadi alasan dalam mendelegasikan pengelolaan perusahaan kepada manajemen. Penerapan ERM merupakan komitmen perusahaan dalam meningkatkan penciptaan nilai bagi *stakeholder* melalui penerapan manajemen risiko yang efektif untuk menjamin keberlangsungan perusahaan.

Sebagai upaya untuk mengurangi asimetri informasi tentang manajemen risiko perusahaan, manajemen perlu menjelaskan secara komprehensif tentang penyebab munculnya risiko, dampak yang dapat dihasilkan, dan cara perusahaan dalam menangani risiko tersebut. Kualitas ERM yang bagus mencerminkan manajemen risiko yang semakin efektif dan memastikan pengendalian internal perusahaan tetap terjaga. Baxter *et al.*, (2012) mengungkapkan bahwa ERM yang berkualitas akan berdampak positif pada persepsi pasar mengenai perusahaan. Segala informasi relevan yang bisa mempengaruhi persepsi investor dalam memutuskan untuk menanamkan modalnya dijelaskan dalam teori *efficient market hypothesis*. Adanya kejelasan mengenai pengelolaan risiko memberikan informasi baru bagi investor dan mempengaruhi keyakinannya tentang kinerja perusahaan. Apabila keyakinan investor akan kinerja perusahaan membaik dikarenakan adanya penerapan ERM dan pelaporannya, minat investor untuk berinvestasi akan semakin besar. Hal ini juga berdampak pada peningkatan nilai perusahaan yang menjadi semakin tinggi.

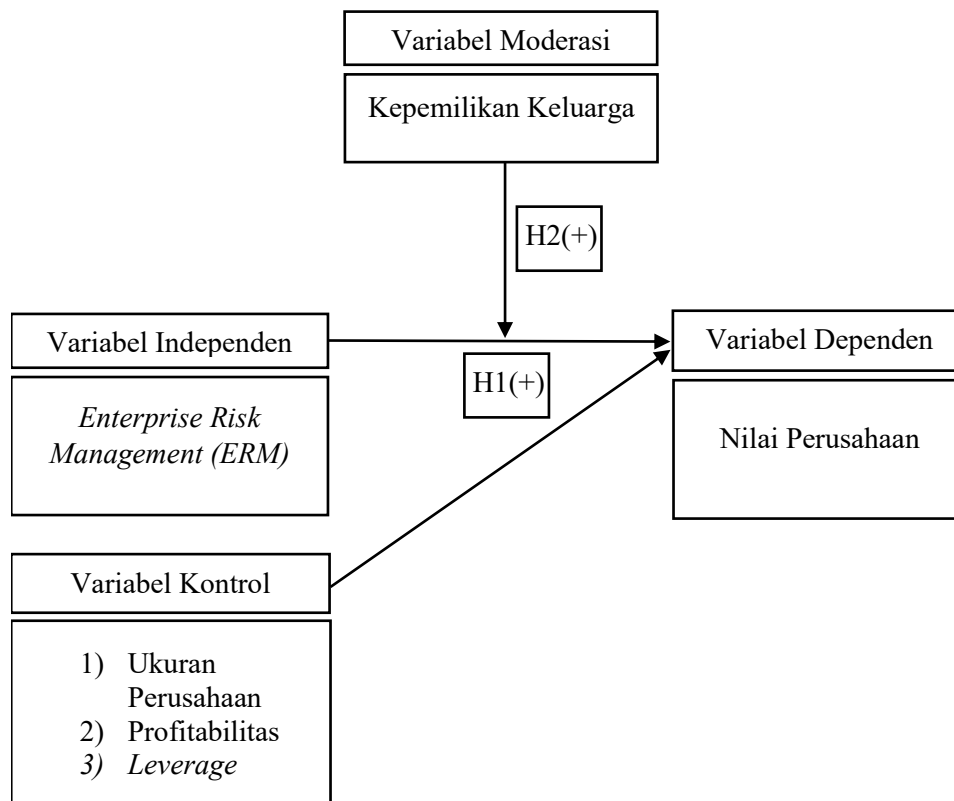
ERM menjadi penggerak nilai suatu perusahaan sekaligus sebagai sistem yang membantu manajemen dalam menghadapi risiko yang timbul dari ketidakpastian. Penerapan ERM membantu

perusahaan merespon risiko dengan tepat, agar mampu meminimalkan risiko-risiko yang berpotensi memengaruhi sasaran yang ingin dicapai. ERM membantu manajemen dalam mengintegrasikan semua jenis risiko menggunakan sistem yang terpadu dan mengkomunikasikannya ke seluruh unit bisnis di dalam perusahaan. ERM tidak hanya meminimalkan risiko, namun juga sebagai dasar untuk mempertimbangkan keputusan yang diambil agar perusahaan memiliki kinerja yang lebih baik. Penerapan ERM pada perusahaan dapat dijadikan sebagai kontrol bagi aktivitas manajemen dalam mengurangi terjadinya praktik kecurangan (*fraud*) yang merugikan perusahaan dan stakeholder. Hal ini menjadi penggerak nilai bagi perusahaan karena dinilai sebagai sinyal positif oleh investor.

H₂: Kepemilikan keluarga memperkuat pengaruh *Enterprise Risk Management* (ERM) terhadap nilai perusahaan.

Dalam teori keagenan Jensen & Meckling (1976), dijelaskan bahwa terjadinya konflik keagenan tipe I dikarenakan perbedaan kepentingan yang terjadi antara pemilik dan manajemen, sedangkan konflik keagenan tipe II merupakan konflik antar pemegang saham yang sering terjadi pada struktur perusahaan dengan kepemilikan yang terkonsentrasi, termasuk oleh keluarga. Perusahaan dengan kepemilikan keluarga cenderung memiliki tingkat konflik keagenan yang rendah. Keluarga dalam hal ini dapat berperan sebagai pihak pemegang saham mayoritas maupun ikut duduk dalam jajaran manajemen (Aryani & Wicaksono, 2019). Pengawasan menjadi lebih mudah terhadap perusahaan dengan kepemilikan keluarga karena mereka mempunyai hak untuk mengontrol manajemen perusahaan, terutama pada perusahaan yang anggota keluarga mendominasi jabatan strategis di dalamnya (Atmaja *et al.*, 2009). Menurut Fama & Jensen (1983), perusahaan dengan konsentrasi kepemilikan keluarga menjadi lebih efisien, dengan anggota keluarga yang menduduki posisi strategis di manajemen dapat meminimalkan *monitoring cost*. Perencanaan dan proses pengambilan keputusan juga selalu diselaraskan antar internal perusahaan sehingga dapat mengurangi tingkat konflik kepentingan atau *agency problem*.

Hubungan antara pemegang saham dengan manajemen keluarga membentuk budaya perusahaan yang kolektif sehingga tercipta hubungan *stewardship*. Teori *stewardship* yang diperkenalkan oleh Donaldson & Davis (1989) menjelaskan bahwa seorang *steward* (pelayan) selalu berorientasi pada hubungan jangka panjang serta melindungi aset perusahaan, sehingga selalu berusaha menyelaraskan hubungan dengan pemegang saham. Penelitian Chu (2009) lebih lanjut juga menjelaskan bahwa ketika anggota keluarga pemilik perusahaan menjabat sebagai dewan direksi, maka kontrol terhadap perusahaan akan meningkat. Pemegang saham pengendali melalui hubungan yang baik dengan direksi akan selalu berusaha untuk menjaga keberlangsungan dan eksistensi perusahaan. Level kepentingan keluarga tidak hanya pada dimensi finansial perusahaan, melainkan juga pada kontrol, keberlanjutan, dan reputasi perusahaan. Direksi dengan kewenangan dan posisinya sebagai *steward* mewujudkan keinginan *principal* untuk menjaga keberlangsungan usaha di tengah risiko yang ada dengan mengimplentasikan manajemen risiko yang efektif, yang pada akhirnya dapat meningkatkan nilai perusahaan. Dengan demikian, kepemilikan keluarga diyakini dapat memperkuat pengaruh positif dari penerapan ERM terhadap nilai perusahaan.



Gambar 1. Model Penelitian (Referensi: hasil oleh data peneliti)

Metode Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif untuk mengestimasi pengaruh *Enterprise Risk Management* (ERMI) terhadap nilai perusahaan (Tobin's Q), dengan melihat pengaruh kepemilikan keluarga (FAM) sebagai variabel moderasi. Variabel kontrol yang digunakan adalah ukuran perusahaan (LnTA), profitabilitas (ROA), dan *leverage* (DAR). Definisi operasional dan cara pengukuran setiap variabel terangkum pada Tabel 1 berikut.

Tabel 1. Definisi Operasional Variabel

No.	Nama Variabel	Pengukuran
1	Nilai Perusahaan (Tobin's Q)	$\text{Tobin's } Q_{(i,t)} = \frac{\text{Nilai Pasar Ekuitas (i,t)} + \text{Liabilitas(i,t)}}{\text{Total Aset (i,t)}}$
2	<i>Enterprise Risk Management</i> (ERMI)	$\text{ERMI}_{ijt} = \text{Strategy}_{ijt} + \text{Operation}_{ijt} + \text{Reporting}_{ijt}$ $\text{Strategy}_{ijt} = \frac{\text{Penjualan Perusahaan} - \text{Average Penjualan Industri}}{\text{Standar Deviasi Penjualan Industri}}_{ijt}$ $\text{Operation}_{ijt} = \frac{\text{Penjualan Perusahaan}}{\text{Total Aset}}_{ijt}$ $\text{Reporting}_{ijt} = \frac{ \text{Akrua Normal} }{ \text{Akrua Normal} + \text{Akrua Abnormal} }_{ijt}$ Akrua normal diproses sebagai fungsi dari perubahan pendapatan dan tingkat aset tetap perusahaan. Total akrua (TA_{ijt}) diperoleh berdasarkan perhitungan dari pendapatan sebelum <i>extraordinary item</i> (laba bersih) dikurangi arus kas operasi.

		Akual abnormal (ε_{ijt}) diproksikan sebagai residu pada persamaan regresi dibawah, dengan memasukkan total aset perusahaan (A_{ijt-1}), perubahan nilai penjualan perusahaan (ΔREV_{ijt}), dan aset tetap perusahaan (PPE_{ijt}). $TA_{ijt} / A_{ijt-1} = \alpha_{jt} [1 / A_{ijt-1}] + \beta_{1jt} [\Delta REV_{ijt} / A_{ijt-1}] + \beta_{2jt} [PPE_{ijt} / A_{ijt-1}] + \varepsilon_{ijt}$
3	Kepemilikan Keluarga (FAM)	Kepemilikan keluarga diproksikan dengan nilai <i>dummy</i> (nilai 1 untuk perusahaan dengan kepemilikan keluarga, nilai 0 untuk perusahaan non-kepemilikan keluarga). Identifikasi kepemilikan keluarga dilakukan dengan melihat adanya afiliasi antara dewan komisaris, direksi, dan pemegang saham pengendali (kepemilikan setidaknya 5% dari total saham), dan melihat jumlah persentase kepemilikan saham oleh anggota keluarga paling tidak sebesar 5% dari keseluruhan saham yang beredar.
4	Ukuran Perusahaan (LnTA)	Ukuran perusahaan $_{(i,t)} = \ln(\text{Total Aset})_{(i,t)}$
5	Profitabilitas (ROA)	$Return\ on\ Asset\ (ROA)_{(i,t)} = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Aset}}_{(i,t)}$
6	Leverage (DAR)	$Debt\ to\ Asset\ Ratio\ (DAR)_{(i,t)} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Aset}}_{(i,t)}$

(Referensi: hasil oleh data peneliti)

Dalam penelitian ini digunakan data sekunder yang diperoleh dari laporan keuangan dan laporan tahunan pada perusahaan sektor manufaktur di Indonesia, yang diperoleh melalui Osiris dan *website* masing-masing perusahaan sampel. Penentuan sampel menggunakan teknik *purposive sampling*, dengan menetapkan beberapa kriteria tertentu diantaranya yaitu perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada periode 2015-2019, yang mempublikasikan laporan keuangan dan laporan tahunan pada periode tersebut. Model analisis yang digunakan adalah *moderated regression analysis* (MRA) dengan utilisasi *Process Macro v4.2 for SPSS by Andrew F. Hayes* dan detail sebagai berikut:

$$\text{Tobin's } Q_{i,t} = \alpha + \beta_1 \text{ERMI}_{i,t} + \beta_2 \text{LnTA}_{i,t} + \beta_3 \text{ROA}_{i,t} + \beta_4 \text{DAR}_{i,t} + \beta_5 \text{ERMI} * \text{FAM}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Pembahasan

Analisis statistik deskriptif dalam penelitian ini bertujuan untuk memberikan gambaran tentang seluruh variabel penelitian yang digunakan. Dari hasil analisis deskriptif statistik ditentukan nilai minimum, maksimum dan rata-rata untuk setiap variabel pada perusahaan sampel untuk periode tahun 2015-2019. Hasil statistik deskriptif untuk seluruh variabel penelitian terangkum pada Tabel 2.

Tabel 2. Statistik Deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
ERMI	695	-1.07	8.49	1.3700	1.27926
LnTA	695	25.62	32.47	28.5644	1.51063
ROA	695	-0.56	0.73	0.0490	0.12209
DAR	695	0.01	2.90	0.3162	0.25508
FAM	695	0.00	1.00	0.4734	0.48865
Tobin's Q	695	0.00	5.07	0.5800	0.58756
Valid N (listwise)	695				

(Referensi: hasil oleh data peneliti)

Selanjutnya dilakukan uji asumsi klasik yang meliputi uji normalitas, multikolinearitas, heterokedastisitas, dan autokorelasi. Dari hasil pengujian ditemukan bahwa seluruh uji asumsi klasik telah terpenuhi, sehingga data dapat diproses lebih lanjut untuk analisis model regresi dan pengujian hipotesis. Nilai signifikansi yang dijadikan sebagai acuan pada penelitian ini adalah level signifikansi (α) 5%. Hasil uji *Moderated Regression Analysis* (MRA) dengan *Process Macro v4.2 for SPSS by Andrew F. Hayes* disajikan dalam Tabel 3 dan Tabel 4 berikut.

Tabel 3. Hasil Uji MRA Process Macro Hayes

Model : 1 Y : Tobin's Q X : ERMI W : FAM Covariates: LnTA ROA DAR Ukuran sampel: 613						
Variabel dependen: Tobin's Q <i>Model Summary</i>						
R	R-sq	MSE	F(HC0)	df1	df2	p
0.7557	0.5711	0.0220	109.9836	6.000	606.000	0.0000
Model						
	Coeff	Se (HC0)	t	p	LLCI	ULCI
Constants	0.1269	0.1607	0.7897	0.4300	-0.1886	0.4424
ERMI	0.0074	0.0073	1.0058	0.3149	-0.0070	0.0218
FAM	0.0222	0.0118	1.8768	0.0610	-0.0010	0.0454
ERMI*FAM	0.0202	0.0095	2.1281	0.0337	0.0016	0.0389
LnTA	0.0045	0.0058	0.7670	0.4434	-0.0070	0.0160
ROA	-0.5827	0.1003	-5.8072	0.0000	-0.7797	-0.3856
DAR	0.7942	0.0505	15.7213	0.0000	0.6950	0.0935

(Referensi: hasil oleh data peneliti)

Tabel 4. Efek Kondisional

FAM	Effect	Se (HC0)	t	p	LLCI	ULCI
0.0000	0.0074	0.0073	1.0058	0.3149	-0.0070	0.0218
1.0000	0.0276	0.0086	3.2148	0.0014	0.0108	0.0445

(Referensi: hasil oleh data peneliti)

Berdasarkan hasil uji pada Tabel 3, terlihat bahwa ERM memiliki hubungan linear positif dengan nilai perusahaan, namun secara statistik pengaruhnya ditemukan tidak signifikan ($p > 0.05$), dengan asumsi variabel lainnya konstan. Hasil yang sama ditemukan pada variabel kontrol ukuran perusahaan, sedangkan variabel kontrol lainnya yaitu profitabilitas dan *leverage* ditemukan memiliki

pengaruh signifikan ($p < 0.05$). Adapun pada interaksi antara variabel moderasi dengan variabel independen ditemukan koefisien positif signifikan ($p < 0.05$), yang mengindikasikan bahwa kepemilikan keluarga memperkuat pengaruh ERM terhadap nilai perusahaan. Hal ini dapat ditinjau lebih lanjut pada hasil uji yang terangkum di Tabel 4, dimana variabel kepemilikan keluarga yang diprosikan dengan nilai *dummy*, memoderasi secara positif signifikan pengaruh variabel ERM terhadap nilai perusahaan. Ketika moderasi menunjukkan perusahaan tanpa kepemilikan keluarga (FAM:0.0000), nilai koefisien dari efek yang dihasilkan adalah positif (*effect*: 0.0074) namun tidak signifikan ($p > 0,05$), yang menunjukkan bahwa tanpa kepemilikan keluarga, penerapan ERM tidak memengaruhi nilai perusahaan. Di sisi lain, ketika moderasi menunjukkan perusahaan dengan kepemilikan keluarga (FAM:1.0000), nilai koefisien dari efek yang dihasilkan adalah positif (*effect*: 0.0276) dan signifikan ($p < 0,05$), yang menunjukkan bahwa dengan kepemilikan keluarga, ERM memberikan pengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Enterprise Risk Management (ERM) terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan hasil uji hipotesis, dapat disimpulkan bahwa ERM tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini berbeda dengan kesimpulan yang diperoleh pada sejumlah penelitian sebelumnya seperti Faisal *et al.*, (2021), Iswajuni *et al.*, (2018), dan Anton (2018) yang menyimpulkan adanya hubungan positif signifikan antara implementasi ERM terhadap nilai perusahaan. Hasil yang tidak signifikan mengindikasikan bahwa dalam penciptaan nilai perusahaan dengan mempertimbangkan nilai pasar saham, aspek penerapan ERM belum menjadi kriteria utama yang dinilai investor dalam membuat keputusan berinvestasi pada perusahaan. Hasil penelitian ini memiliki kemiripan dengan hasil yang diperoleh dari penelitian Tahir & Razali (2011) dan Li *et al.*, (2014), bahwa penerapan ERM tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Dari hasil yang diperoleh ini dapat dianalisis bahwa investor lebih tertarik dengan informasi finansial lainnya di luar kualitas penerapan ERM dalam memutuskan untuk berinvestasi pada saham perusahaan. Oleh karena itu, meskipun implementasi ERM pada perusahaan manufaktur di Indonesia mendapat respon positif, namun belum mampu memberikan dampak secara langsung pada nilai perusahaan. Implementasi ERM di dalam aktivitas sehari-hari perusahaan cenderung berdampak secara langsung pada kinerja perusahaan sesuai dengan kesimpulan dari penelitian Ali *et al.*, (2019). Menurut Beasley *et al.*, (2005) hasil dari penerapan ERM baru dapat dirasakan dalam jangka panjang setelah diterapkan dan dikomunikasikan ke seluruh lini manajemen yang ada di dalam lingkungan internal perusahaan. Manfaat jangka panjang dari penerapan ERM yang efektif dapat membantu dalam meningkatkan arus kas perusahaan sekaligus menciptakan keunggulan kompetitif.

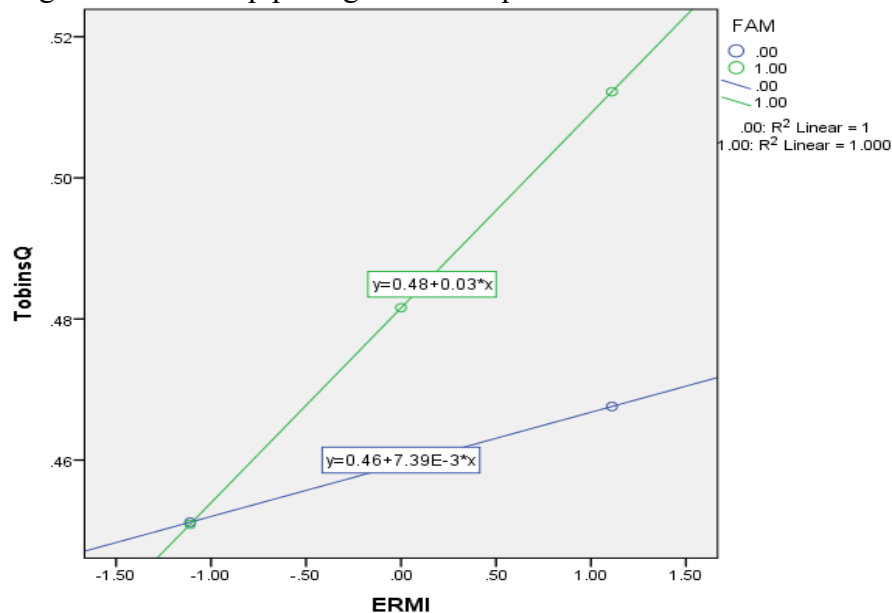
Kesimpulan yang ditemukan bahwa ERM tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan juga dapat terjadi karena banyak investor yang lebih tertarik untuk memperoleh keuntungan jangka pendek dibandingkan keuntungan jangka panjang. Perolehan keuntungan yang lebih cepat dapat segera diinvestasikan pada instrumen investasi lainnya. Pernyataan ini didukung oleh Septyanto (2013) yang menyatakan bahwa masih banyak investor yang memiliki keterbatasan dalam memahami dan menganalisa informasi pada laporan perusahaan. Hal tersebut menjadikan investor berperilaku sebagai pengambil keuntungan dan lebih cenderung memperhatikan *capital gain* dalam berinvestasi, dibandingkan meninjau aspek non-finansial lainnya yang dapat mempengaruhi prospek jangka panjang perusahaan (Faizah & Pujiono, 2022).

Selain itu, berdasarkan pengamatan peneliti, informasi mengenai penerapan ERM pada perusahaan manufaktur disajikan dengan format yang berbeda-beda pada perusahaan satu dengan yang lainnya. Selain itu, di Indonesia belum ada regulasi mengenai aturan baku pelaporan penerapan ERM pada perusahaan manufaktur. Hal ini membuat sejumlah investor akhirnya mengabaikan penilaian atas aspek manajemen risiko karena keterbatasan kemampuan mereka dalam menginterpretasikan isi laporan tersebut. Hasil analisis ini juga diperkuat ketika banyak investor melakukan investasi jangka pendek, berperilaku spekulatif, dan menerapkan strategi aktif dengan memperhatikan faktor lain seperti rumor, kebijakan, konspirasi, regulasi, *insider trading* dan anomali pasar (Septyanto, 2013).

Oleh karena itu, penerapan ERM belum menjadi aspek fundamental yang diperhatikan dalam pengambilan keputusan berinvestasi dan tidak mempengaruhi nilai perusahaan secara signifikan.

Efek Moderasi Kepemilikan Keluarga pada Pengaruh *Enterprise Risk Management* terhadap Nilai Perusahaan

Hasil pengujian hipotesis menyimpulkan bahwa kepemilikan keluarga memoderasi secara positif signifikan pengaruh ERM terhadap nilai perusahaan, walaupun pada pengujian secara parsial penerapan ERM tidak memengaruhi nilai perusahaan secara signifikan. Efek moderasi ini juga divisualisasikan pada grafik interaksi (*crossover interaction*) pada Gambar 2 berikut. Interaksi yang terjadi menunjukkan pembalikan pengaruh dari ERM terhadap nilai perusahaan pada tingkat tertentu dengan variabel moderasi kepemilikan keluarga. Garis biru sebelum titik perpotongan menunjukkan bahwa pada penerapan ERM yang rendah, perusahaan tanpa kepemilikan keluarga memiliki nilai Tobin's Q yang lebih tinggi daripada perusahaan dengan kepemilikan keluarga. Di sisi lain, setelah dimoderasi dengan memasukkan variabel kepemilikan keluarga yang ditunjukkan oleh garis hijau, pola interaksi yang terbentuk dapat dilihat setelah titik perpotongan. Pola interaksi menunjukkan bahwa kepemilikan keluarga yang ada pada perusahaan meningkatkan penerapan ERM yang memberikan pengaruh positif dan signifikan terhadap peningkatan nilai perusahaan.



Gambar 2. Grafik Interaksi Variabel Moderasi (referensi: hasil oleh data peneliti)

Hal ini menunjukkan bahwa pada perusahaan di sektor manufaktur yang mayoritas sahamnya dimiliki oleh keluarga, terdapat intensi yang tinggi untuk menerapkan sistem manajemen risiko yang modern dan terintegrasi yaitu ERM. Semakin terkonsentrasi struktur kepemilikan suatu perusahaan, menjadikan tuntutan bagi manajemen untuk mampu mengelola risiko yang ada juga semakin tinggi, baik risiko keuangan, operasional, reputasi, kepatuhan, maupun informasi. Tekanan yang diberikan oleh pemegang saham pengendali dimaksudkan untuk melindungi investasi saham dan keberlanjutan usaha pada perusahaan mereka. Keluarga sebagai pemegang saham pengendali memiliki kecenderungan yang kuat untuk mengendalikan manajemen serta meningkatkan pengawasan pada kinerja perusahaan. Tujuan penerapan ERM dimaksudkan untuk mempertahankan eksistensi perusahaan keluarga sekaligus meningkatkan kesejahteraan mereka sebagai pemegang saham pengendali.

Hasil pengujian menjelaskan bahwa semakin tinggi penerapan ERM pada perusahaan keluarga akan mendorong nilai perusahaan menjadi semakin meningkat dibandingkan dengan perusahaan tanpa kepemilikan keluarga di dalamnya. Dengan demikian menunjukkan ERM yang diterapkan pada

perusahaan keluarga mampu mengelola risiko perusahaan dengan lebih baik, sehingga berimplikasi pada peningkatan kinerja operasional bisnis. Berdasarkan kesimpulan ini dapat dinyatakan bahwa keluarga sebagai pemegang saham pengendali memiliki insentif tinggi untuk menerapkan ERM yang memberikan efek pada peningkatan nilai perusahaan. Pengimplementasian ERM untuk mengelola risiko yang dihadapi perusahaan sekaligus membantu pemegang saham dalam mengontrol aktivitas manajemen dalam mengelola risiko sehingga meminimalisasi adanya fraud yang pada umum terjadi karena lemahnya pengendalian internal dan manajemen risiko perusahaan.

Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Umumnya, perusahaan dengan ukuran besar cenderung menarik atensi lebih dari masyarakat, yang mendorong manajemen untuk berusaha memaksimalkan pengelolaan perusahaan (Cahyadi, 2017). Meskipun demikian, menurut Dewi & Badjra (2017) ukuran perusahaan tidak menjamin peningkatan kemakmuran akan selalu maksimal bagi pemegang saham, karena pihak internal perusahaan belum tentu dapat menghasilkan keuntungan atau laba yang positif secara terus menerus. Hal ini juga didukung pernyataan Abidin *et al.*, (2014) bahwa aset yang besar akan menimbulkan biaya tinggi ketika terjadi penurunan produksi, sehingga akan mempengaruhi laba perusahaan. Di sisi lain, ukuran perusahaan yang terlalu besar berpotensi menyebabkan lemahnya pengawasan terhadap aktivitas operasional dan strategi manajemen. Selain itu, perusahaan dengan aset yang besar serta memiliki hutang sebagai sumber pendanaanya, cenderung menetapkan kebijakan laba ditahan dibanding membagikan deviden kepada pemegang saham (Mahanani & Kartika, 2022). Cahyadi (2017) juga menjelaskan bahwa perusahaan dengan jumlah aktiva besar dengan didominasi piutang dan persediaan, belum tentu mampu membayar deviden karena aset yang menumpuk pada piutang dan persediaan. Oleh karena itu, ukuran perusahaan yang semakin besar belum tentu bisa memberikan keyakinan kepada investor bahwa perusahaan mampu membagikan tingkat keuntungan yang diharapkan, sehingga tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Profitabilitas (ROA) Terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan pengujian hipotesis, disimpulkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Pada umumnya, semakin tinggi profitabilitas maka nilai perusahaan akan semakin meningkat. Investor melihat tingkat profitabilitas yang tinggi sebagai sinyal positif atas kinerja keuangan perusahaan. Namun demikian, terdapat sejumlah faktor lain yang bisa jadi lebih diperhitungkan oleh investor, seperti perkembangan dari perusahaan lainnya di industri yang serupa, fluktuasi harga saham perusahaan, nilai tukar mata uang, volume transaksi, kondisi perekonomian, sosial, dan politik. Selain itu, nilai perusahaan justru bisa menurun ketika ROA yang tinggi tidak terlalu berpengaruh terhadap pengambilan keputusan investor untuk berinvestasi pada saham perusahaan (Yahya & Fietroh, 2019). Kesimpulan pada penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Alifatussalimah & Sujud (2020), yang mendukung bahwa pada suatu kondisi nilai ROA yang terlalu tinggi justru menunjukkan bahwa manajemen kurang menginvestasikan kembali laba yang diperoleh ke dalam aset yang memiliki potensi untuk menciptakan keuntungan nantinya. Dengan kata lain, investor menilai perusahaan kurang mampu mengoptimalkan potensi dalam melakukan reinvestasi dari laba yang diperoleh. Hal ini akan mengurangi minat investor untuk berinvestasi, sehingga menyebabkan penurunan harga saham dan nilai perusahaan.

Pengaruh Leverage (DAR) Terhadap Nilai Perusahaan

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa *leverage* berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil ini sejalan dengan penelitian Cheng & Tzeng (2011), Prasetya Margono & Gantino (2021), serta Imanuel & Suryaningsih (2022). Menurut *trade-off theory*, penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan hingga struktur modal optimal. Selama periode penelitian ini, mayoritas perusahaan yang diamati memiliki nilai hutang yang relatif besar. Hutang memberikan informasi kepada para investor mengenai aktiva serta modal yang dimiliki. Dengan demikian, nilai rasio DAR yang semakin tinggi menunjukkan perusahaan telah mengalokasikan

jumlah modal yang semakin besar untuk aktivitas investasi. Hal ini dapat menjadi sinyal positif bagi investor mengenai kapabilitas perusahaan yang tinggi untuk menghasilkan laba dari penggunaan hutang tersebut. Selain itu, proporsi jumlah hutang yang semakin besar dapat mengurangi jumlah beban pajak yang harus ditanggung oleh perusahaan. Sesuai dengan teori *Modigliani Miller* (MM) bahwa penggunaan hutang akan berimplikasi pada peningkatan nilai perusahaan dikarenakan biaya bunga dari hutang akan mengurangi jumlah pajak yang harus dibayarkan. Hal ini juga diperhatikan oleh investor dalam menilai perusahaan mengenai potensi tingkat keuntungan bersih yang dihasilkan.

Kesimpulan

Berdasarkan uraian hasil analisis dan pembahasan pada bab sebelumnya, maka diperoleh kesimpulan dari penelitian ini yaitu penerapan ERM pada perusahaan di sektor manufaktur tidak memberikan pengaruh signifikan terhadap peningkatan nilai perusahaan. Meskipun penerapan ERM dimaksudkan untuk meningkatkan kualitas manajemen risiko guna mempertahankan keberlangsungan usaha di tengah risiko-risiko yang ada, namun hasil pada penelitian ini menemukan bahwa ERM belum menjadi aspek utama yang diperhatikan investor sebagai dasar untuk berinvestasi pada perusahaan. Di sisi lain, penelitian ini menemukan bahwa kepemilikan keluarga mampu memoderasi positif, atau memperkuat pengaruh positif penerapan ERM terhadap nilai perusahaan. Hasil ini menunjukkan bahwa pada perusahaan dengan kepemilikan keluarga, terdapat inisiatif yang tinggi untuk menerapkan manajemen risiko yang modern dan terintegrasi agar perusahaan mampu bertahan dan memberikan nilai lebih tinggi pada pemegang saham. Selanjutnya pengujian pada variabel kontrol menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tidak memengaruhi nilai perusahaan, sementara profitabilitas berpengaruh negatif signifikan, dan *leverage* berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Saran untuk peneliti berikutnya dapat mencoba mengkaji pengaruh ERM terhadap kinerja keuangan yang berpotensi dapat lebih diamati secara langsung, atau memasukkan kinerja keuangan sebagai variabel mediasi antara ERM dan nilai perusahaan. Selain itu, proksi lain untuk ERM dan profitabilitas dapat digunakan.

Daftar Pustaka

- Alifatussalimah & Sujud, A. (2020). Pengaruh ROA, NPM, DER dan EPS terhadap Harga Saham Perusahaan Subsektor Perkebunan di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen*, 16(2), 13–28.
- Anderson, R. C. & Reeb, D. M. (2003). Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. *Journal of Finance*, 58(3), 1301–1327. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00567>.
- Anton, S. G. (2018). The Impact of Enterprise Risk Management on Firm Value: Empirical Evidence from Romanian Non-Financial Firms. *Engineering Economics*, 29(2), 151–157. <https://doi.org/10.5755/j01.ee.29.2.16426>.
- Aryani, M. G. A. & Wicaksono, D. A. (2019). Kepemilikan Keluarga dan Kebijakan Dividen dengan Moderasi Kepemilikan Asing. *Jurnal Inovasi Bisnis dan Manajemen Indonesia*, 02(04), 586–596. <https://doi.org/10.31842/jurnal-inobis.v2i4.114>.
- Cahyadi, K. S. (2017). Pengaruh Struktur Modal, Likuiditas, Ukuran Perusahaan, Kebijakan Dividen dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan Otomotif (Studi pada Perusahaan Otomotif di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya*, 8(2), 1–16.
- Dewi, A. A. A. K. & Badjra, I. B. (2017). Pengaruh Profitabilitas, Aktiva Tidak Berwujud, Ukuran

Perusahaan, dan Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 6(4), 2161–2190.

Faisal, F., Abidin, Z., & Haryanto, H. (2021). Enterprise Risk Management (ERM) and Firm Value: The Mediating Role of Investment Decisions. *Cogent Economics and Finance*, 9(1), 1–15. <https://doi.org/10.1080/23322039.2021.2009090>.

Faizah, S. N., & Pujiono, P. (2022). Pengungkapan Enterprise Risk Management terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi AKUNESA*, 10(2), 81–93. <https://doi.org/10.26740/akunesa.v10n2.p81-93>.

González, L. O., Gila, L.-I. R., Santomila, P. D., & AHerreraa, raceli T. (2020). Ownership , and Enterprise Risk in Management. *European Journal of Family Business*, 10, 42–53.

Imanuel, L. F., & Suryaningsih, R. (2022). Determinant of Firm's Value: Empirical Evidence from Top 100 Listed Companies in Indonesia. *GATR Accounting and Finance Review*, 7(2), 88–96. [https://doi.org/10.35609/afr.2022.7.2\(2\)](https://doi.org/10.35609/afr.2022.7.2(2)).

Iswajuni, I., Manasikana, A., & Soetedjo, S. (2018). The Effect of Enterprise Risk Management (ERM) on Firm Value in Manufacturing Companies Listed on Indonesian Stock Exchange Year 2010–2013. *Asian Journal of Accounting Research*, 3(2), 224–235. <https://doi.org/10.1108/AJAR-06-2018-0006>.

Iswajuni, I., Soetedjo, S., & Manasikana, A. (2018). Pengaruh Enterprise Risk Management (ERM) terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek. *Journal of Applied Managerial Accounting*, 2(2), 275–281. <https://doi.org/10.30871/jama.v2i2.942>.

Khoiriah, M., Amin, M., & Kartikasari, A. F. (2020). Pengaruh Sebelum dan Saat Adanya Pandemi Covid-19 terhadap Saham LQ-45 di Bursa Efek Indonesia Tahun 2020. *E-Jra*, 09(02), 117–126. <http://www.riset.unisma.ac.id/index.php/jra/article/view/8538>.

Mahanani, H. T., & Kartika, A. (2022). Pengaruh Struktur Modal, Likuiditas, Ukuran Perusahaan, dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan. *Fair Value: Jurnal Ilmiah Akuntansi Dan Keuangan*, 5(1), 360–372. <https://doi.org/10.32670/fairvalue.v5i1.2280>.

Prasetya Margono, F., & Gantino, R. (2021). Influence of Firm Size, Leverage, Profitability, and Dividend Policy on Firm Value of Companies in Indonesia Stock Exchange. *Copernican Journal of Finance & Accounting*, 10(2), 45–61. <https://doi.org/10.12775/cjfa.2021.007>.

Pukthuanthong, K., Walker, T. J., & Thiengtham, D. N. (2013). Does Family Ownership Create or Destroy Value? Evidence from Canada. *International Journal of Managerial Finance*, 9(1), 13–48. <https://doi.org/10.1108/17439131311298511>.

Rahmadi, I. H. & Mutasowifin A. (2021). Pengaruh Intellectual Capital terhadap Kinerja Keuangan dan Nilai Perusahaan (Studi Kasus Perusahaan Sektor Keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2017-2019). *Jurnal Inovasi Bisnis dan Manajemen Indonesia*, 04(02), 279–294. <https://doi.org/10.31842/jurnalinobis.v4i2.183>.

Roberts, R., Jang, D., & Mubako, G. (2022). Pandemic Risk Disclosure in Integrated Reports: After COVID-19 is Hindsight 2020? *Accounting & Finance*, 1–20. <https://doi.org/10.1111/acfi.12925>.

Septyanto, D. (2013). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Investor Individu dalam Pengambilan Keputusan Investasi Sekuritas di Bursa Efek Indonesia (BEI). *Jurnal Ekonomi*, 4(2), 90–101.

- Zijl, W. V., Wöstmann, C., & Maroun, W. (2017). Strategy Disclosures by Listed Financial Services Companies: Signalling Theory, Legitimacy Theory and South African Integrated Reporting Practices. *South African Journal of Business Management*, 48(3), 73–85. <https://doi.org/10.4102/sajbm.v48i3.37>.
- Venusita, L., & Agustia, D. (2021). The Relationship Between Firm Value and Ownership of Family Firms: A Case Study in Indonesia. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(4), 863–873. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2021.vol8.no4.0863>.
- Yahya, K., & Fietroh, M. N. (2019). Pengaruh Return on Asset (ROA) Return on Equity (ROE) terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu dan Riset Manajemen*, 4(2), 1–23. <http://doi.org/10.33395/remik.v4i2>.