PERAN *ENTERPRISE RISK MANAGEMENT* DALAM PENINGKATAN *FIRM VALUE* PADA PERUSAHAAN BUMN YANG *GO PUBLIC* DI BURSA EFEK INDONESIA

Thesis

Untuk memenuhi sebagian persyaratan Mencapai Derajat Sarjana S2 Program Magister Manajemen

Disusun oleh :

Indah Khoirun Nisa'

Nim.20402000067

UNIVERSITAS ISLAM SULTAN AGUNG

PROGRAM MAGISTER MANAJEMEN

SEMARANG

2022

HALAMAN PENGESAHAN

HALAMAN PENGESAHAN

Tesis

PERAN *ENTERPRISE RISK MANAGEMENT* DALAM PENINGKATAN *FIRM VALUE* PADA PERUSAHAAN BUMN YANG *GO PUBLIC* DI BURSA EFEK INDONESIA

Telah disusun oleh :

Indah Khoirun Nisa'

MM.20402000067

Telah disetujui oleh pembimbing dan selanjutnya dapat diajukan kehadapan sidang panitia ujian Tesis

Program Magister Manajemen

Universitas Islam Sultan Agung Semarang

Semarang, 23 Agustus 2022

Pembimbing,

Dr. Mutaminah, SE, M.Si

HALAMAN PERSETUJUAN TESIS

PERAN *ENTERPRISE RISK MANAGEMENT* DALAM PENINGKATAN *FIRM VALUE* PADA PERUSAHAAN BUMN YANG *GO PUBLIC* DI BURSA EFEK INDONESIA

Disusun oleh :

Indah Khoirun Nisa'

MM.20402000067

Telah dipertahankan di depan penguji

Pada tanggal 26 Agustus 2022

SUSUNAN DEWAN PENGUJI

Pembimbing	Penguji I
Dr. Mutamimah, SE, M.Si	Prof. Dr. Hj. Nunung Ghoniyah, MM

Penguji II

Dr. Lutfi Nurcholis, ST, SE, MM

Tesis ini telah diterima sebagai salah satu persyaratan untuk memperoleh Gelar Magister Manajemen

Tanggal 08 September 2022

Prof. Dr. H. Heru Sulistyo, SE, M.Si

Ketua Program Studi Magister Manajemen

PERNYATAAN ORISINALITAS TESIS

Saya yang bertanda tangan di bawah ini :

Nama	: Indah Khoirun Nisa'
NIM	: 20402000067
Program Studi	: Magister Manajemen
Fakultas	: Ekonomi

Dengan ini menyerahkan karya ilmiah berupa ~~Tugas Akhir~~/~~Skripsi~~/Tesis/~~Desertasi~~* dengan judul:

Peran Enterprise Risk Management Dalam Peningkatan Firm Value Pada Perusahaan Bumn Yang Go Public Di Bursa Efek Indonesia

Saya menyatakan dengan sesungguhnya bahwa dalam tulisan ini tidak ada keseluruhan atau Sebagian tulisan orang lain yang saya ambil dengan cara mengambil atau meniru kalimat atau symbol yang menunjukkan gagasan atau pendapat dari penulis lain, yang saya akui seolah-olah tulisan saya sendiri, kecuali bagian yang sumber informasinya dicantumkan sebagai mana mestinya.

Apabila saya melakukan tindakan yang bertentangan dengan hal tersebut diatas baik sengaja maupun tidak, saya bersedia mempertanggungjawabkan sekaligus sanksi dari Universitas Islam Sultan Agung Semarang.

Semarang, 08 September 2022
Yang membuat pernyataan

Indah Khoirun Nisa'
NIM. 31401606427

PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI KARYA ILMIAH

Saya yang bertanda tangan di bawah ini :

Nama	: Indah Khoirun Nisa'
NIM	: 20402000067
Program Studi	: Magister Manajemen
Fakultas	: Ekonomi

Dengan ini menyerahkan karya ilmiah berupa ~~Tugas Akhir~~/~~Skripsi~~/Tesis/~~Desertasi~~* dengan judul:

Peran Enterprise Risk Management Dalam Peningkatan Firm Value Pada Perusahaan Bumn Yang Go Public Di Bursa Efek Indonesia

dan menyetujui menjadi hak milik Universitas Islam Sultan Agung serta memberikan Hak Bebas Royalti Non-ekslusif untuk disimpan, dialihmediakan, dikelola dalam pangkalan data, dan dipublikasikannya di internet atau media lain untuk kepentingan akademis selama tetap mencantumkan nama penulis sebagai pemilik Hak Cipta.

Pernyataan ini saya buat dengan sungguh-sungguh. Apabila dikemudian hari terbukti ada pelanggaran Hak Cipta/Plagiarisme dalam karya ilmiah ini, maka segala bentuk tuntutan hukum yang timbul akan saya tanggung secara pribadi tanpa melibatkan pihak Universitas Islam Sultan Agung.

Semarang, 08 September 2022
Yang membuat pernyataan

Indah Khoirun Nisa'
NIM. 31401606427

*Coret yang tidak perlu

MOTTO DAN PERSEMBAHAN

MOTTO :

"Angin tidak berhembus untuk menggoyangkan pepohonan, melainkan menguji kekuatan akarnya." – Ali bin Abi Thalib

PERSEMBAHAN :

Tesis ini saya persembahkan kepada :

- Allah SWT, Diriku, Pasangan dan Keluarga
- Almamater, Universitas Islam Sultan Agung Semarang

ABSTRACT

The purpose of this study is to analyze how the influence of capital structure, profitability and free cash flow on firm value. Second, find out whether enterprise risk management moderates the relationship between capital structure, profitability and free cash flow on firm value. Determination of the sample is done using the purposive sampling method, which is a sampling technique using certain considerations and limitations so that the selected sample is relevant to the purpose of the study. The number of samples obtained were 19 SOEs listed on the 2016-2020 BEI. The data were analyzed using panel data regression with the Eviews program. The results show that capital structure has an effect on firm value, profitability and free cash flow has no effect on firm value and enterprise risk management cannot moderate free cash flow on firm value, while enterprise risk management can strengthen capital structure and profitabilitas on firm value.

Keywords: capital structure, profitability, free cash flow, enterprise risk management, and firm value.

ABSTRAK

Tujuan penelitian ini adalah menganalisis pengaruh *capital structure*, profitabilitas dan *free cash flow* terhadap *firm value*. Kedua, mengetahui apakah *enterprise risk management* memoderasi hubungan antara *capital structure*, profitabilitas dan *free cash flow* dengan *firm value*. Penentuan sampel dilakukan menggunakan metode purposive sampling yaitu teknik sampling dengan menggunakan pertimbangan dan batasan tertentu sehingga sampel yang dipilih releven dengan tujuan penelitian. Jumlah sampel yang diperoleh sebanyak 19 BUMN yang terdaftar di BEI 2016-2020. Data dianalisis menggunakan regresi data panel dengan program Eviews. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *capital structure* berpengaruh terhadap *firm value*, profitabilitas dan *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap *firm value* dan *enterprise risk management* tidak dapat memoderasi *free cash flow* terhadap *firm value* sedangkan *enterprise risk management* dapat memperkuat *capital structure* dan profitabilitas terhadap *firm value*.

Kata kunci : *capital structure*, profitabilitas, *free cash flow*, *enterprise risk management*, dan *firm value*.

KATA PENGANTAR

Puji syukur senantiasa penulis panjatkan kehadirat Allah SWT yang telah memberikan karunia-Nya kepada penulis sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis yang berjudul **"PERAN *ENTERPRISE RISK MANAGEMENT* DALAM PENINGKATAN *FIRM VALUE* PADA PERUSAHAAN BUMN *GO PUBLIC* DI BURSA EFEK INDONESIA"**. Penulisan tesis ini tidak lepas dari segala kendala dan kesulitan bila tanpa bimbingan, dorongan, kritik, saran, dan bantuan dari berbagi pihak yang berkaitan dengan penulisan tesis ini. Pada kesempatan kali ini, dengan segala kerendahan hati penulis menyampaikan terima kasih atas bantuan, bimbingan, dukungan, semangat dan doa, baik langsung maupun tidak langsung dalam penyelesaian tesis ini, kepada :

1. Allah SWT, yang telah memberikan karunia serta hidayah-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan dengan lancar.
2. Prof. Dr. H. Gunarto, SH, M.Hum selaku Rektor Universitas Islam Sultan Agung Semarang.
3. Ibu Prof. Olivia Fachrunnisa, SE., M.Si., Pdh selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Sultan Agung Semarang.
4. Prof. Dr. H. Heru Sulistyo, SE, M.Si selaku Ketua Program Magister Manajemen Universitas Islam Sultan Agung Semarang.

5. Dr. Mutamimah, SE, M.Si Selaku Dosen Pembimbing yang telah bersedia meluangkan waktu untuk memberikan bimbingan, petunjuk dan pengarahan dalam penyusunan tesis ini.
6. Seluruh Dosen dan staff di Fakultas Ekonomi Universitas Islam Sultan Agung Semarang yang telah memberikan ilmu, pengalaman serta bimbingan hingga peneliti berhasil menyelesaikan studi.
7. Ibu Sholihah dan Bapak Achmad Danuri tersayang terimakasih atas segala pengorbanan, kasih sayang, dukungan dan doa tiada henti yang selalu tercurah untuk penulis, semoga penulis senantiasa bisa membuat kalian bangga dan bahagia. Terima kasih atas semua yang telah diberikan, semoga Allah senantiasa melindungi dan merahmati.
8. Keluarga, pasangan dan teman yang senantiasa memberikan dukungan, bantuan, serta motivasi kepada penulis.

Peneliti menyadari bahwa dalam penyusunan tesis ini masih terdapat kekurangan. Kritik dan saran sangat diharapkan untuk kesempurnaan penelitian dimasa datang. Semoga tesis ini bermanfaat dan dapat digunakan sebagai tambahan informasi bagi semua pihak yang membutuhkan.

Semarang, 22 Agustus 2022
Yang membuat pernyataan

Indah Khoirun Nisa'
NIM. 31401606427

DAFTAR ISI

JUDUL i

HALAMAN PENGESAHAN ii

HALAMAN PERSETUJUAN TESIS iii

PERNYATAAN ORISINALITAS TESIS iv

PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI KARYA ILMIAH iv

MOTTO DAN PERSEMBAHAN vi

ABSTRACT vii

ABSTRAK viii

KATA PENGANTAR ix

DAFTAR ISI xi

DAFTAR TABEL xvi

DAFTAR GAMBAR xvii

BAB I 1

1.1. LATAR BELAKANG PENELITIAN 1

1.2. RUMUSAN PENELITIAN 7

1.3. TUJUAN PENELITIAN 7

1.4. MANFAAT PENELITIAN 8

BAB II 9

2.1. *FIRM VALUE* 9

2.2. *CAPITAL STRUCTURE* 11

2.3. PROFITABILITAS 13

2.4. *FREE CASH FLOW* 15

2.5. *ENTERPRISE RISK MANAGEMENT (ERM)* 17

2.6. MODEL EMPIRIK PENELITIAN 21

BAB III 22

3. 1. Jenis Penelitian 22

3. 2. Populasi dan Sampel 23

3. 3. Variabel dan Indikator 24

3. 4. Sumber dan Jenis Data 26

3. 5. Metode Pengumpulan Data 26

3. 6. Teknik Analisis Data 27

3. 6.1. Uji Asumsi Klasik 27

3. 6.1.1. Uji Normalitas 27

3. 6.1.2. Uji Multikolonieritas 28

3. 6.1.3. Uji Heteroskedastisitas 29

3. 6.2. Metode Analisis Data 29

3. 6.2.1. *Moderated Regression Analysis (MRA)* 30

3.6.3. Analisis Regresi Data Panel 31

3.6.3.1. Model Estimasi Regresi Data Panel 33

3.6.4. Uji Hipotesis 35

3. 6.4.1. Uji Pengaruh Parsial (Uji Statistik t) 35

3. 6.4.2. Uji Signifikansi Simultan (Uji Statistik F) 36

3. 6.4.3. Koefisien Determinasi 36

BAB 4 38

4.1. Profil Objek Penelitian 38

4.2 Model Regresi Data Panel 39

4.2.1 Analisis Statistik Deskriptif 39

4.3 Pemilihan Model Regresi Data Panel 43

4.3.1 Uji Cow 44

4.3.2 Uji Hausman 44

4.3.3 Uji Lagrange Multiplier 45

4.4 Uji Asumsi Klasik 47

4.4.1 Uji Normalitas 47

4.4.2 Uji Multikolinearitas 48

4.4.3 Uji Heteroskedastisitas 48

4.5. Pengujian Hipotesis 50

4.5.1 Uji t 53

4.5.2 Uji F 56

4.5.3 Koefisien Determinasi (Adjusted R-Squared) 57

4.6 Pembahasan Hasil Penelitian 58

4.6.1 Pengaruh *Capital Structure* Terhadap *Firm Value*. 58

4.6.2 Pengaruh Profitabilitas Terhadap *Firm Value*. 58

4.6.3 Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap *Firm Value* 59

4.6.4 Pengaruh *Enterprise Risk Management* Dalam Memoderasi *Capital Structure* Terhadap *Firm Value*. 60

4.6.5 Pengaruh *Enterprise Risk Management* Dalam Memoderasi Profitabilitas Terhadap *Firm Value*. 61

4.6.6 Pengaruh *Enterprise Risk Management* Dalam Memoderasi *Free Cash Flow* Terhadap *Firm Value*. 62

4.7 Model Empirik Hasil Penelitian 63

BAB V 64

5.1 Kesimpulan 64

5.2 Saran 65

5.3 Keterbatasan 66

LAMPIRAN 73

DAFTAR TABEL

Tabel 1.1 Perkembangan Firm Value 5
Tabel 3. 1 Daftar Nama Perusahaan BUMN go public 23
Tabel 3. 2 Variabel dan Indikator Penelitian 24
Tabel 4. 1 Sampel Penelitian 38
Tabel 4. 2 Analisis Statistik Deskriptif 39
Tabel 4. 3 Statistik 41
Tabel 4. 4 Uji Cow 44
Tabel 4. 5 Uji Hausman 45
Tabel 4. 6 Uji Lagrange Multiplier 45
Tabel 4. 7 Uji Normalitas 47
Tabel 4. 8 Hasil Uji Multikolinearitas 48
Tabel 4. 9 Uji Heteroskedastisitas 49
Tabel 4. 10 Hasil Estimasi Random Effect 50
Tabel 4. 11 Hasil Olah Data, 2022 56

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2. 1 Model Empirik Penelitin 21
Gambar 3. 1 Model Estimasi Regresi Data Panel 33
Gambar 4. 1 Model Empirik Hasil Penelitian 63

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. LATAR BELAKANG PENELITIAN

Perekonomian saat ini telah menciptakan persaingan yang ketat di antara bisnis. Persaingan membuat setiap bisnis meningkatkan *value*-nya sehingga tujuannya tetap dapat tercapai. Untuk itu perusahaan harus meningkatkan *firm value*. Bagi perusahaan, peningkatan *firm value* merupakan suatu keharusan, agar saham perusahaan dapat menarik minat investor. Mendirikan suatu usaha memiliki tujuan yang jelas, tujuan pertama dari usaha tersebut adalah untuk mencapai keuntungan yang sebesar-besarnya. Tujuan dari kedua perusahaan tersebut adalah untuk mensejahterakan pemilik perusahaan atau pemegang sahamnya sedangkan tujuan dari perusahaan ketiga adalah untuk memaksimalkan *firm value* yang tercermin dari harga saham perusahaan tersebut (Mahendra DJ, 2011). Bagi perusahaan *go public*, *firm value* adalah harga yang bersedia dibayar oleh investor jika perusahaan tersebut dijual. Alasannya, investor perlu mendapatkan pengembalian investasi yang tinggi, sehingga mereka akan memilih perusahaan dengan nilai tinggi (Dewi et al., 2019).

Firm value merupakan ukuran keberhasilan manajemen perusahaan di masa depan dan berpotensi meningkatkan reputasi perusahaan di mata para pemegang saham. Jika kebutuhan pemegang saham terpenuhi, maka akan berdampak baik pada

firm value. Dengan tujuan meningkatkan *firm value*, perusahaan harus berhati-hati dalam mengambil keputusan dan mempertimbangkan dampaknya terhadap harga saham. Bagi manajemen, *firm value* merupakan indikator bagi investor atas kinerja masa lalu dan prospek masa depan perusahaan. (S & Machali, 2017).

Keputusan penting yang harus diambil oleh manajer perusahaan adalah keputusan yang berkaitan dengan jumlah relatif utang dan ekuitas yang harus mereka gunakan dalam struktur modal mereka. Dalam sebuah studi, Modigliani dan Miller (1958) mengusulkan bahwa manajer harus berhenti mengkhawatirkan proporsi sekuritas utang dan ekuitas karena di pasar modal yang sempurna (tidak ada pajak, tidak ada biaya transaksi, dan informasi simetris, dll) kombinasi utang dan sekuritas ekuitas sama baiknya dengan yang lain. Meskipun "teorema ketidakrelevanan hutang" mereka didasarkan pada asumsi restriktif yang tidak berlaku di dunia nyata, ketika asumsi ini dihilangkan maka pilihan ekuitas hutang menjadi faktor penentu nilai yang penting. Misalnya, dengan melonggarkan asumsi pajak, Modigliani dan Miller (1963) mengusulkan bahwa perusahaan harus menggunakan hutang maksimum dalam struktur modal mereka karena pembayaran bunga yang dapat dikurangkan dari pajak. Dengan demikian, penggunaan utang secara maksimal memiliki dampak positif pada *firm value*.

Firm value juga dapat dijelaskan dari profitabilitas perusahaan. Hasil penelitian Dewi dan Wirajaya (2013) menunjukkan bahwa profitabilitas yang diperoleh perusahaan dapat mempengaruhi *firm value*. Hal ini sejalan dengan penjelasan Setiadewi dan Purbawangsa (2015) bahwa perusahaan yang berhasil meningkatkan

profitabilitasnya akan meningkatkan kepercayaan investor untuk memberikan modal bagi perusahaan yang bersangkutan untuk dikelola. Profitabilitas adalah kemampuan suatu perusahaan untuk menghasilkan laba selama periode waktu tertentu atau hasil dari kebijakan perusahaan dan keputusan manajemen tertentu.akan meningkatkan kepercayaan investor untuk memberikan dananya untuk dikelola oleh perusahaan yang bersangkutan.

Variabel lain yang bisa mempengaruhi nilai perusahaan yaitu *free cash flow*. Pada dasarnya, *firm value* tergantung pada *free cash flow* yang diharapkan. *Free cash flow* merupakan kelebihan kas dalam suatu perusahaan yang menunjukkan tingkat fleksibilitas keuangan perusahaan tersebut. Ketika *free cash flow* tinggi, kemampuan perusahaan untuk meningkatkan kekayaan pemegang saham juga tinggi, sehingga *firm value* meningkat (Dewi et al., 2019).

Selain variabel *capital structure*, profitabilitas dan *free cash flow* terdapat variabel *Enterprise risk management* yang dapat mempengaruhi *firm value*. Menurut Ai, Jing et al. (2017) menyatakan bahwa Manajemen resiko dapat meningkatkan kinerja organisasi. Variabel *Enterprise risk management* menjadi variabel moderating karena diharapkan mampu memediasi dan memperkuat hubungan struktur modal, profitabilitas dan *free cash flow* terhadap nilai perusahaan. Hal ini sesuai dengan studi yang dilakukan Iswajuni et al (2018) menyatakan bahwa *enterprise risk management* memiliki efek positif pada *firm value*. Selain itu, variabel *enterprise risk management* juga diharapkan mampu meminimalisir resiko perusahaan. *Enterprise risk management* merupakan model fundamental dan komprehensif yang telah berubah

dari sistem manajemen risiko tradisional menjadi sistem yang holistik dan lebih terintegrasi (Nasr et al., 2019). Beberapa perusahaan mengevaluasi operasi mereka tanpa memandang risiko, baik itu risiko bisnis, risiko operasional, risiko keuangan atau risiko yang terkait dengan pengelolaan aset perusahaan. (Indrabudiman & Farida, 2018).

Pada studi sebelumnya, terdapat perbedaan pendapat tentang pengaruh *capital structure*, profitabilitas dan *free cash flow* dengan *firm value*. Menurut Tien Dat Dang dan Thi Van Trang Do (2021) struktur modal berpengaruh positif signifikan terhadap *firm value*, sebaliknya menurut Augustina & Apriyanto (2020) hasilnya adalah berpengaruh negatif yang signifikan. Pada penelitian yang dilakukan Suartawan & Yasa (2017) dan Dewi *et.al* (2019) mendapatkan hasil penelitian yang menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif signifikan terhadap *firm value*. Sedangkan hasil yang berbeda ditemukan oleh Naini (2014) dan Anggraeni et.al (2018). Mereka menemukan bahwa *free cash flow* berpengaruh negatif terhadap *firm value*. Hasil penelitian Sucuahi & Cambarihan (2016) dan Tui et.al (2017) menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap *firm value*. Sedangkan penelitian Wiksuana & Wulandari (2017) dan Hirdinis (2019) menunjukkan pengaruh negatif dan signifikan terhadap *firm value*.

Pada bulan desember 2019 sampai bulan maret 2021 terdapat *firm value* yang tercatat pada perusahaan BUMN yang *go public*. *Firm value* diukur menggunakan rasio tobins'q. Berikut nilai perusahaan yang terdapat pada tabel 1.1 :

Tabel 1.1 Perkembangan *Firm Value*

NO.	KODE SAHAM	PERUSAHAAN BUMN GO PUBLIC	Des 2019	Des 2020	Maret 2021
1	INAF	PT Indofarma (Persero) Tbk	2,58	8,04	4,95
2	KAEF	PT Kimia Farma (Persero) Tbk	378,87	1.344,60	814,65
3	PGAS	PT Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk	7.134,56	5.325,77	4.237,04
4	KRAS	PT Krakatau Steel (Persero) Tbk	1.788.698,73	2.375.052,21	3.387.789,77
5	ADHI	PT Adhi Karya (Persero) Tbk	0,93	1,00	0,96
6	PTPP	PT Pembangunan Perumahan (Persero) Tbk	0,91	0,95	0,90
7	WIKA	PT Wijaya Karya (Persero) Tbk	288,08	262,18	223,42
8	WSKT	PT Waskita Karya (Persero) Tbk	0,93	1,03	0,99
9	BBNI	PT Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk	171.390,53	127.902,90	122.555,28
10	BBRI	PT Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk	379.242,76	336.822,48	380.776,59
11	BBTN	PT Bank Tabungan Negara (Persero) Tbk	71.289,97	50.069,14	47.994,56
12	BMRI	PT Bank Mandiri (Persero) Tbk	268.983,13	204.442,11	179.368,17

13	ANTM	PT Aneka Tambang (Persero) Tbk	668,92	1.465,90	1.654,35
14	PTBA	PT Bukit Asam (Persero) Tbk	1.174.224,09	1.345.695,19	1.230.681,50
15	TINS	PT Timah (Persero) Tbk	301.769,45	761.823,39	882.148,91
16	SMBR	PT Semen Baturaja (Persero) Tbk	784,81	1.844,20	1.386,63
17	SMGR	PT Semen Indonesia (Persero) Tbk / PT Semen Gresik (Persero) Tbk	891.879,46	944.785,61	788.452,26
18	JSMR	PT Jasa Marga (Persero) Tbk	376.802,99	322.846,63	277.514,01
19	GIAA	PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk	2.894,15	965,63	813,63
20	TLKM	PT Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk	1.777.860.656,06	1.327.820.335,35	1.313.924.408,57
21	AGRO	PT Bank BRI Agro Tbk	155,40	781,47	866,08
22	WTON	PT Wijaya Karya Beton Tbk	1.04	1,00	0,91

Pada tabel 1.1 menunjukkan bahwa adanya kenaikan dan penurunan nilai perusahaan. Nilai perusahaan dikatakan tinggi jika nilai Tobins'Q juga tinggi. Untuk nilai bukunya sebesar 1,05. Jika nilai pasarnya lebih besar dibanding nilai bukunya maka *firm value* -nya tinggi sehingga ada kepercayaan pasar pada perusahaan. Pada 22 perusahaan BUMN go public, menunjukkan fluktuasi yang berarti banyak faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan.

1.2. RUMUSAN PENELITIAN

Berdasarkan latar belakang masalah diatas maka dapat dirumuskan permasalahan adalah :

1) Bagaimana *capital structure* mampu meningkatkan nilai perusahaan?
2) Bagaimana profitabilitas mampu meningkatkan nilai perusahaan?
3) Bagaimana *free cash flow* mampu meningkatkan nilai perusahaan?
4) Bagaimana *Enterprise Risk Management* mampu memperkuat pengaruh *capital structure* untuk meningkatkan nilai perusahaan?
5) Bagaimana *Enterprise Risk Management* mampu memperkuat pengaruh profitabilitas untuk meningkatkan nilai perusahaan?
6) Bagaimana *Enterprise Risk Management* mampu memperkuat pengaruh *free cash flow* untuk meningkatkan nilai perusahaan?

1.3. TUJUAN PENELITIAN

Berdasarkan rumusan masalah tersebut, maka dapat ditentukan tujuan penelitian sebagai berikut :

1) Mendeskripsikan dan menguji *capital structure* mampu meningkatkan nilai perusahaan.
2) Mendeskripsikan dan menguji profitabilitas mampu meningkatkan nilai perusahaan.
3) Mendeskripsikan dan menguji *free cash flow* mampu meningkatkan nilai perusahaan.

4) Mendeskripsikan dan menguji *Enterprise Risk Management* mampu memperkuat pengaruh *capital structure* untuk meningkatkan nilai perusahaan.
5) Mendeskripsikan dan menguji *Enterprise Risk Management* mampu memperkuat pengaruh profitabilitas untuk meningkatkan nilai perusahaan.
6) Mendeskripsikan dan menguji *Enterprise Risk Management* mampu memperkuat pengaruh *free cash flow* untuk meningkatkan nilai perusahaan.

1.4. MANFAAT PENELITIAN

Berdasarkan tujuan penelitian yang diuraikan, maka dapat disimpulkan manfaat penelitian sebagai berikut :

1. **Manfaat Akademik**

   Studi ini diharapkan akan memberikan kontribusi pada pengembangan ilmu manajemen keuangan, yang berupa pengembangan peningkatan nilai perusahaan melalui struktur modal, profitabilitas, *free cash flow* dan *enterprise risk management*.

2. **Manfaat praktis**

   Penelitian ini ditujukan kepada para pemimpin bisnis yang nantinya dapat membantu perusahaan mengelola struktur modal, profitabilitas dan *free cash flow* melalui *enterprise risk management* agar dapat lebih efektif dan efisien dalam meningkatkan *firm value*.

BAB II
KAJIAN PUSTAKA

2.1. *FIRM VALUE*

Firm value merupakan hasil kerja yang dilakukan oleh manajemen dalam beberapa dimensi, antara lain arus kas bersih dari keputusan investasi, pertumbuhan dan biaya modal perusahaan (Rahma, 2014). Tujuan utama perusahaan adalah untuk memaksimalkan kekayaan atau *firm value*. *Firm value* yang maksimal akan berdampak pada peningkatan kesejahteraan dan kemakmuran para pemangku kepentingan. Sedangkan menurut Languju et al (2016) nilai perusahaan adalah nilai wajar perusahaan yang menggambarkan penilaian investor terhadap emiten tertentu, sehingga nilai perusahaan merupakan persepsi investor yang selalu dikaitkan dengan harga saham. Besarnya jumlah aset yang dimiliki oleh suatu perusahaan di pasar modal dapat mencerminkan nilai perusahaan tersebut. *Value* suatu perusahaan dikatakan baik, jika nilai saham perusahaannya tinggi. Berdasarkan definisi-definisi tersebut, dapat disimpulkan bahwa *firm value* merupakan hasil kerja yang dilakukan manajemen dalam beberapa dimensi, menghasilkan suatu *value* yang menggambarkan penilaian investor terhadap emiten tertentu yang selalu dikaitkan dengan harga saham.

Firm value menggambarkan hasil kinerja suatu perusahaan, yang dapat mempengaruhi persepsi investor terhadap perusahaan tersebut. Indikator nilai perusahaan dalam studi ini menggunakan ratio Tobin's Q dengan rumus (Oh et al., 2020) :

$$Q = \frac{MVE + debt}{TA}$$

Description:

Q = *Firm value*

MVE = Market value equity (closing price x jumlah saham beredar)

Debt = Total hutang

TA = Total Asset.

Semakin tinggi rasio Q, semakin tinggi juga kemungkinan investasi dan pertumbuhan. Sebaliknya, rasio Q kurang dari 1 menyiratkan kondisi yang sangat tidak menguntungkan dan menunjukkan investasi di perusahaan akan segera dihentikan. Rasio Tobin Q selalu dianggap sebagai alat evaluasi efisiensi manajemen dan alat untuk meramalkan dan menilai keputusan yang dibuat oleh investor, manajer, dan analis keuangan (Baseri & Hakaki, 2018).

Bagi investor, nilai perusahaan merupakan konsep penting karena nilai perusahaan merupakan tolak ukur bagaimana pasar memandang perusahaan. Nilai perusahaan selain mencerminkan hasil kinerja yang telah dicapai oleh perusahaan, juga dapat menunjukkan bagaimana prospek perusahaan di masa yang akan datang. Nilai perusahaan yang tinggi dapat membuat pasar percaya pada kinerja dan prospek

perusahaan saat ini (Augustina & Apriyanto, 2020). Untuk itu, banyak faktor yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Menurut Hardinis (2019) yang menyatakan bahwa *capital structure* berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Faktor lain yaitu profitabilitas, menurut Tui et.al (2017) menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap *firm value.* Dewi *et.al* (2019) mendapatkan hasil penelitian yang menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan uraian diatas, nilai perusahaan dapat dipengaruhi oleh *capital structure*, profitabilitas dan *free cash flow*. Selain variabel *capital structure,* profitabilitas dan *free cash flow* terdapat variabel *enterprise risk management* yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Pada studi ini, variabel *enterprise risk management* akan menjadi variabel moderating.

2.2. *CAPITAL STRUCTURE*

Capital structure merupakan kunci untuk meningkatkan produktivitas dan kinerja perusahaan. Teori struktur modal menjelaskan bahwa kebijakan keuangan perusahaan dalam menentukan struktur modalnya (campuran antara hutang dan ekuitas) ditujukan untuk mengoptimalkan *firm value*. Manajer harus memilih struktur modal yang mereka yakini akan memiliki nilai perusahaan tertinggi, karena struktur modal akan paling bermanfaat bagi pemegang saham perusahaan (Harding et al., 2013). Menurut Fahmi (2015) *Capital structure* merupakan cerminan dari bentuk alokasi keuangan suatu perusahaan, yaitu antara dana yang diperoleh dari

pinjaman/utang, baik modal jangka panjang maupun ekuitas, sebagai sumber pembiayaan bagi perusahaan. Berdasarkan definisi-definisi tersebut, dapat disimpulkan bahwa *capital structure* merupakan proporsi keuangan perusahaan, yaitu antara modal yang berasal dari pinjaman/utang, baik jangka panjang maupun dari ekuitas, sebagai sumber pembiayaan perusahaan untuk meningkatkan produktivitas dan kinerja perusahaan.

Kebijakan pendanaan yang ditempuh perusahaan dalam menentukan *capital structure* bertujuan agar *firm value* lebih optimal. Hal baik dan buruk yang berkaitan dengan struktur modal, akan dapat berdampak pada *value* suatu perusahaan. Salah satu kelemahannya adalah jika perusahaan sedang mengalami masa-masa sulit dan laba operasinya tidak cukup untuk menutupi bunga, maka para pemegang saham berkewajiban menutupi kekurangan tersebut; jika tidak bisa menutupi kekurangannya, maka perusahaan akan bangkrut (Brigham, 2011). Untuk menghitung nilai *capital structure* dilakukan dengan membandingkan total hutang dengan total aset yang dimiliki perusahaan (debt to asset ratio/DAR). Semakin besar nilai DAR, menggambarkan komposisi total hutang yang juga semakin besar, sehingga dapat membuat beban yang ditanggung perusahaan akan semakin besar bagi pihak luar. Rumus yang digunakan untuk DAR (Fahmi, 2015) adalah:

$$\text{Debt to Asset Ratio} = \frac{\text{Total liabilities}}{\text{Total Asset}}$$

Pada studi sebelumnya, terdapat perbedaan pendapat tentang pengaruh *capital structure* terhadap *firm value*. Menurut Dang & Do (2021) dan Suzulia et al (2020) *capital structure* berpengaruh positif signifikan terhadap *firm value*, sebaliknya menurut Augustina & Apriyanto (2020) hasilnya adalah berpengaruh negatif yang signifikan.

Komposisi *capital structure* yang tepat dan digunakan secara optimal dapat memberikan nilai positif bagi *firm value*. Arah positif disini berarti semakin tepat dan optimal komposisi struktur modal perusahaan maka semakin besar *firm value* yang dapat dicapai. Hardinis (2019) menunjukkan bahwa *capital structure* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *firm value*. Penambahan aktivitas hutang yang dilakukan oleh suatu perusahaan untuk pengembangan usahanya akan meningkatkan harga saham perusahaan sehingga *firm value* meningkat secara signifikan. Berdasarkan uraian diatas, maka hipotesis yang diajukan adalah :

H1 : Capital Structure berpengaruh positif terhadap firm value

2.3. PROFITABILITAS

Profitabilitas didefinisikan sebagai hasil akhir dari sejumlah kebijakan dan keputusan manajemen perusahaan (Brigham, 2011). Profitabilitas dikenal sebagai rasio efektivitas manajemen yang berasal dari penjualan dan investasi (Hermuningsih, 2012). Menurut Hirdinis (2019) profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan dan untuk mengukur tingkat efisiensi operasional dalam

menggunakan asetnya. Kemampuan perusahaan untuk menghasilkan dan memaksimalkan keuntungan menjadi perhatian utama investor di pasar modal. Berdasarkan definisi-definisi tersebut, dapat disimpulkan bahwa profitabilitas merupakan hasil akhir dari sejumlah kebijakan dan keputusan manajemen perusahaan untuk untuk menghasilkan keuntungan dan mengukur tingkat efisiensi operasional dalam menggunakan asetnya.

Profitabilitas dapat menarik investor untuk membeli saham perusahaan, oleh karena itu pihak manajemen sudah seharusnya memenuhi permintaan tersebut. Dengan kata lain, rasio profitabilitas digunakan untuk mengukur efektivitas manajemen perusahaan dalam menghasilkan pendapatan dari penjualan dan investasinya (Safitri et al., 2014). Indikator yang dapat digunakan sebagai proksi profitabilitas adalah return on assets (ROA) dengan rumus (Mahdaleta et al., 2016) :

$$\text{ROA} = \frac{\text{Net profit}}{\text{Total asset}} \text{ X100\%}$$

Hal ini terkait dengan kemampuan rasionya untuk mengukur kemampuan suatu perusahaan dalam menghasilkan laba bersih dari asetnya dan juga untuk menilai hasil investasinya.

Pada studi sebelumnya hasil penelitian Sucuahi & Cambarihan (2016) dan Tui et al (2017) menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap *firm value*. Sedangkan penelitian Wiksuana & Wulandari (2017) dan Hirdinis (2019) menunjukkan pengaruh negatif dan signifikan terhadap *firm value*.

Dewi dan Wirajaya (2013) menunjukkan bahwa profitabilitas yang diperoleh perusahaan dapat mempengaruhi *firm value*. Hal ini sependapat dengan penjelasan Setiadewi dan Purbwangsa (2015) bahwa perusahaan yang berhasil meningkatkan profitabilitasnya akan sangat mampu meningkatkan kepercayaan investor untuk memberikan dananya untuk dikelola oleh perusahaan yang bersangkutan. Profitabilitas yang tinggi dapat menunjukkan prospek masa depan perusahaan yang baik sehingga investor akan merespon positif. Hal ini akan meningkatkan *firm value*. Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis yang diajukan adalah :

H2 : profitabilitas berpengaruh positif terhadap firm value

2.4. *FREE CASH FLOW*

Free cash flow menurut Putra (2017) mendefinisikan *free cash flow* adalah arus kas yang merupakan sisa pendanaan dari seluruh proyek yang menghasilkan net present value positif yang didiskontokan pada tingkat biaya modal yang relevan. Salah satu cara manajer untuk membuat perusahaan menjadi lebih bernilai adalah dengan meningkatkan *free cash flow* perusahaan. Menurut Nekhili et al (2016) *Free cash flow* adalah kas perusahaan yang akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau kepada pihak kredit setelah perusahaan menyelesaikan berbagai kegiatan investasi dan modalnya. Berdasarkan definisi-definisi tersebut, dapat disimpulkan bahwa *free cash flow* merupakan arus kas sisa pendanaan dari semua proyek yang menghasilkan net present value positif yang didiskontokan pada tingkat

biaya modal yang relevan dan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau kepada pihak kredit.

Free cash flow menggambarkan besarnya uang tunai yang dapat didistribusikan kepada investor setelah dikurangi investasi modal kerja dan aktiva tetap. Semakin besar *free cash flow* perusahaan artinya mengindikasikan pertumbuhan perusahaan yang sangat baik. *Free cash flow* digunakan untuk memperluas produksi dan melakukan investasi untuk lebih menghasilkan keuntungan bisnis bagi peruahaan. Brigham et al., (2011) menyatakan bahwa *free cash flow* dapat dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

FCF = NOPAT – net investmen in operating capital

Ket :

FCF = *Free cash flow*

NOPAT = net operating profit after tax (EBIT x (1 – tarif pajak))

Net investmen in operating capital = Investasi bersih modal operasi (Total modal operasi $_{t}$ – total modal operasi $_{t-1}$)

Pada penelitian terdahulu terdapat perbedaan pandangan dari beberapa peneliti. Studi yang dilakukan Suartawan & Yasa (2017) dan Dewi *et.al* (2019) mendapatkan hasil penelitian yang menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan hasil yang berbeda ditemukan oleh

Naini (2014) dan Anggraeni et.al (2018). Mereka menemukan bahwa *free cash flow* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Free cash flow menunjukkan fleksibilitas keuangan perusahaan untuk kesejahteraan pemegang saham. Penelitian yang dilakukan oleh Suartawan & Yasa (2017) dan Yuliana (2020) membuktikan bahwa *free cash flow* yang lebih tinggi mencerminkan kinerja yang baik yang dapat menjadi sinyal positif bagi investor mengenai prospek perusahaan di masa depan. Hal ini akan meningkatkan *nilai perusahaan*. Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis yang diajukan adalah :

H3 : free cash flow berpengaruh positif terhadap firm value

2.5. *ENTERPRISE RISK MANAGEMENT (ERM)*

Risiko merupakan sesuatu yang sulit dihindari oleh organisasi. Risiko muncul karena adanya kondisi yang tidak pasti. *Enterprise risk management (ERM)* adalah proses yang mengelola semua risiko secara terintegrasi, holistik dengan mengendalikan dan mengoordinasikan tiap-tiap risiko yang saling mengimbangi di seluruh perusahaan (Berry-Stölzle & Xu, 2018). Untuk dapat mengelola berbagai risiko yang dihadapi perusahaan, diperlukan suatu perangkat manajemen risiko. Fokus *enterprise risk management* adalah memahami risiko dan mengambil tindakan yang tepat terhadap risiko tersebut. Menurut COSO, Enterprise Risk Management adalah suatu proses penentuan strategi perusahaan dalam menjalankan manajemen, board of directors, dan personal perusahaan lainnya secara menyeluruh dengan tujuan

mengidentifikasi kejadian-kejadian yang berpotensi dapat mempengaruhi dalam pengelolaan risiko dan menyediakan keyakinan yang akan memenuhi tercapainya tujuan perusahaan (Iswajuni et al., 2018). Berdasarkan definisi-definisi tersebut, dapat disimpulkan bahwa *enterprise risk management* adalah penentuan strategi perusahaan berupa pengelolaan risiko yang terkoordinasi dan strategis yang saling mengimbangi di seluruh perusahaan.

Enterprise risk management memungkinkan manajemen untuk secara efektif menangani ketidakpastian terkait segala jenis risiko dengan mengintegrasikan semua jenis risiko menggunakan alat dan teknik terintegrasi yang dapat dikomunikasikan ke semua lini bisnis, sehingga meningkatkan kapasitas untuk membangun *firm value*. Penerapan *enterprise risk management* pada suatu perusahaan juga dipandang positif oleh investor sehingga dapat menjadi bahan pertimbangan dalam berinvestasi baik masa kini maupun masa depan. Respon positif dari investor dapat meningkatkan *firm value* dengan meningkatnya permintaan saham. *Enterprise risk management* diukur dengan variabel dummy, nilai 1 untuk perusahaan yang menerapkan *enterprise risk management* dan 0 untuk lainnya (Iswajuni et al., 2018).

Enterprise risk management sangat diperlukan karena pemangku kepentingan sangat tidak mengetahui risiko atau dapat dikatakan buta terhadap segala risko yang terjadi pada perusahaan. Obalola et al. (2014) menyatakan bahwa *enterprise risk management* digunakan untuk mengintegrasikan dan mengkoordinasikan semua jenis risiko perusahaan. Salah satu risiko yang dihadapi perusahaan adalah risiko saat pemilihan *capital structure*. Manajer akan dihadapkan pada risiko keuangan yang

dapat terjadi dalam pengambilan keputusan *capital structure*. Penetapan *capital structure* dilakukan oleh manajemen untuk meningkatkan *firm value*. Dengan perencanaan yang tepat dalam menentukan *capital structure* diharapkan perusahaan dapat meningkatkan *firm value* dan akan lebih unggul dari para pesaingnya dalam menghadapi persaingan bisnis. Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis yang diajukan adalah :

H4 : Enterprise Risk Management memperkuat pengaruh capital structure terhadap firm value.

Teori stakeholder mengatakan bahwa perusahaan bukanlah entitas yang hanya beroperasi untuk memenuhi kepentingan perusahaan, tetapi juga perlu memberikan manfaat bagi pemangku kepentingan, dan salah satunya adalah investor. Investor melihat seberapa mampu ekuitas perusahaan menghasilkan keuntungan. *Enterprise Risk Management* memiliki manfaat bagaimana menangani risiko secara efektif. Penerapan *Enterprise Risk Management* yang baik dapat dijadikan sebagai peluang untuk memaksimalkan profitabilitas bagi perusahaan. Dalam berinvestasi, investor tentu akan dapat memahami risiko yang bisa dihadapi dan pendapatan yang akan diterima perusahaan (Florio & Leoni, 2017). Profitabilitas yang tinggi dapat menarik calon investor untuk berinvestasi. Hal ini didasarkan pada kenyataan bahwa laba yang tinggi mencerminkan *firm value* yang tinggi (Adare et al., 2016). Tujuan investor menanamkan modalnya pada sebagian besar perusahaan antara lain untuk mendapatkan return. Semakin tinggi profitabilitas suatu perusahaan, semakin besar return yang diharapkan oleh investor; dan diharapkan *firm value* akan meningkat

menjadi lebih tinggi. Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis yang diajukan adalah :

H5 : Enterprise Risk Management memperkuat pengaruh profitabilitas terhadap firm value.

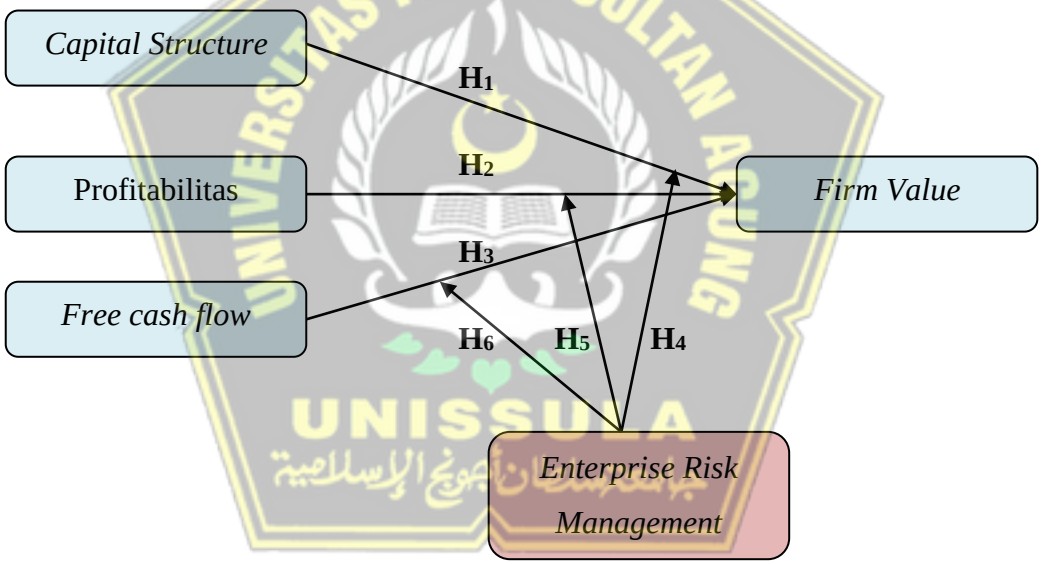
Manajer diberikan kekuasaan oleh pemilik perusahaan, yaitu pemegang saham, untuk membuat keputusan yang tepat, yang menciptakan potensi konflik kepentingan yang dikenal sebagai teori keagenan (Brigham, 2011). Dalam mengatasi masalah keagenan dan mengurangi biaya keagenan dapat dilakukan dengan pendekatan pengendalian internal. Berdasarkan teori keagenan yang menyatakan bahwa tekanan pasar mendorong manajer untuk mendistribusikan *free cash flow* kepada pemegang saham. Perusahaan dengan *free cash flow* besar yang memiliki tingkat utang yang tinggi mengurangi biaya keagenan *free cash flow*. Penurunan ini mengurangi sumber diskresioner, terutama arus kas yang di bawah kendali manajemen. Disini peran *enterprise risk management* sangat diperlukan karena penerapan *enterprise risk management* mampu membantu perusahaan dalam mengambil keputusan terkait aktivitas yang harus dilakukan untuk menjalankan aktivitas bisnis terhadap risiko yang terukur (Widjaya & Sugiarti, 2013). Oleh karena itu, diperlukan manajemen risiko yang terintegrasi supaya perusahaan lebih siap dalam menghadapi risiko yang ada.

H6 : Enterprise Risk Management memperkuat pengaruh free cash flow terhadap firm value.

2.6. MODEL EMPIRIK PENELITIAN

Berdasarkan kajian pustaka, model empirik pada penelitian ini terlihat pada Gambar 2.1 : Pada gambar tersebut dapat dijelaskan bahwa peningkatan *firm value* dipengaruhi oleh *capital structure*, profitabilitas, *free cash flow* yang diperkuat dengan variabel moderating yaitu *enterprise risk management* untuk meningkatkan *firm value*.

Gambar 2. 1 Model Empirik Penelitian



BAB III

METODE PENELITIAN

3. 1. Jenis Penelitian

Jenis penelitian dalam studi ini yaitu penelitian eksplanatory (*explanatory research*), merupakan studi yang dapat menggambarkan fenomena sosial dan gejala yang dapat dipelajari dengan menggambarkan nilai variabel independen. Beberapa indikator penelitian berdasarkan variabel yang diteliti dapat berguna untuk mengeksplorasi dan menggambarkan masalah dengan menjelaskan beberapa variabel yang berkaitan dengan masalah yang diteliti. Metode yang digunakam pada studi ini yaitu pendekatan kuantitatif, yaitu model penelitian dapat menganalisis suatu populasi dan mengumpulkan data dengan memanfaatkan analisis data beserta instrument penelitian yang memiliki sifat kuantitatif. Analisis data kuantitatif bertujuan dalam menganalisis hipotesis yang telah ditentukan. Penelitian ini digunakan untuk melihat dampak *capital structure*, profitabilitas, *free cash flow* terhadap *firm value* serta *enterprise risk management (ERM)* dalam memoderasi pengaruh *capital structure*, profitabilitas, *free cash flow* terhadap *firm value* dapat memanfaatkan metode kuantitatif. Metode kuantitatif digunakan agar mendapatkan signifikansi perbedaan kelompok maupun signifikansi pengaruh antar variabel yang akan diteliti.

Sumber data yang digunakan pada penelitian ini yaitu data sekunder. Data sekunder adalah data yang didapatkan dari sumber kedua ataupun dari sumber sekunder data yang dibutuhkan. Data dalam penelitian ini didapatkan dari laporan keuangan perusahaan pemerintah atau Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang *go public*.

3. 2. Populasi dan Sampel

Populasi adalah wilayah generalisasi yang terdiri atas obyek ataupun subyek yang memiliki kuantitas maupun karakteristik tertentu. Studi ini menggunakan data dari 19 perusahaan pemerintah atau Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang *go public* di Bursa Efek Indonesia berupa laporan keuangan selama periode 2016-2020. Berikut daftar nama perusahaan BUMN yang *go public* yang terdapat pada tabel 3.1 :

Tabel 3. 1 Daftar Nama Perusahaan BUMN *go public*

NO.	KODE SAHAM	NAMA PERUSAHAAN BUMN *GO PUBLIC*
1	ADHI	PT Adhi Karya (Persero) Tbk
2	AGRO	PT Bank BRI Agro Tbk
3	ANTM	PT Aneka Tambang (Persero) Tbk
4	BBNI	PT Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk
5	BBRI	PT Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk
6	BBTN	PT Bank Tabungan Negara (Persero) Tbk
7	BMRI	PT Bank Mandiri (Persero) Tbk
8	INAF	PT Indofarma (*Persero*) Tbk
9	JSMR	PT Jasa Marga (Persero) Tbk
10	KAEF	PT Kimia Farma (Persero) Tbk
11	PTBA	PT Bukit Asam (Persero) Tbk
12	PTPP	PT Pembangunan Perumahan (Persero) Tbk
13	SMBR	PT Semen Baturaja (Persero) Tbk
14	SMGR	PT Semen Indonesia (Persero) Tbk / PT Semen Gresik

		(Persero) Tbk
15	TINS	PT Timah (Persero) Tbk
16	TLKM	PT Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk
17	WIKA	PT Wijaya Karya (Persero) Tbk
18	WSKT	PT Waskita Karya (Persero) Tbk
19	WTON	PT Wijaya Beton Tbk

Sampel adalah objek dalam observasi yang menjadi bagian dari populasi maupun objek penelitian yang bertujuan untuk mendapatkan gambaran tentang seluruh objek. Sampel pada studi ini adalah laporan keuangan perusahaan pemerintah atau Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang *go public* periode tahun 2016-2020. Untuk mengambil sampel dalam penelitian ini yaitu dengan menggunakam teknik *purposive sampling.* Kriteria untuk pengambilan sampel pada penelitian ini sebagai berikut :

1. Perusahaan BUMN yang *go public*
2. Nominal tersaji dalam bentuk rupiah
3. Mempunyai data lengkap sesuai variabel-variabel yang digunakam pada penelitian ini.

3. 3. Variabel dan Indikator

Variabel dalam penelitian ini mencakup *capital structure*, *free cash flow*, *enterprise risk management (ERM)* dan *firm value*. Adapun masing-masing indikator nampak pada Tabel 3.1.

Tabel 3. 2 Variabel dan Indikator Penelitian

No.	Variabel	Indikator	Sumber
1	*Capital Structure*	Debt to Asset Ratio	(Fahmi, 2015)

	proporsi keuangan perusahaan, yaitu antara modal yang berasal dari pinjaman/utang, baik jangka panjang maupun dari modal sendiri, sebagai sumber pendanaan perusahaan untuk meningkatkan produktivitas dan kinerja perusahaan.		
2	Profitabilitas hasil akhir dari sejumlah kebijakan dan keputusan manajemen perusahaan untuk menghasilkan keuntungan dan mengukur tingkat efisiensi operasional dalam menggunakan asetnya.	Return on assets (ROA)	(Mahdaleta et al., 2016)
3	*Free cash flow* arus kas yang merupakan sisa pendanaan dari semua proyek yang menghasilkan net present value positif yang didiskontokan pada tingkat biaya modal yang relevan dan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau kepada pihak kredit	FCF = net operating profit after tax - net investmen in operating capital	(Brigham, 2011)
4	*Enterprise risk management (ERM)* penentuan strategi perusahaan berupa pengelolaan risiko yang terkoordinasi dan strategis yang saling mengimbangi di seluruh perusahaan.	Variabel dummy, nilai 1 untuk perusahaan yang menerapkan ERM dan 0 untuk lainnya.	(Iswajuni et al., 2018)
5	*Firm Value* hasil kerja yang dilakukan manajemen dalam beberapa dimensi, menghasilkan suatu	Rasio Tobin's Q	(Oh et al., 2020)

	nilai yang menggambarkan penilaian investor terhadap emiten tertentu yang selalu dikaitkan dengan harga saham.		

Pengambilan data yang diperoleh yaitu melalui data perusahaan pemerintah atau Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang *go public* di Bursa Efek Indonesia selama periode tahun 2016-2020

3. 4. Sumber dan Jenis Data

Sumber data pada studi ini adalah data sekunder. Data sekunder memiliki sifat kuantitatif atau berupa angka-angka. Data sekunder berupa literatur, informasi dokumentasi, jurnal maupun studi pustaka yang mampu diakses melalui sistem online. Data sekunder memiliki keuntungan yaitu ekonomis, telah tersedia serta dapat diperoleh dengan cepat. Studi ini menggunakan data dari perusahaan pemerintah atau Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang *go public* di Bursa Efek Indonesia selama periode tahun 2016-2020.

3. 5. Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data yang digunakan pada penelitian ini yaitu studi dokumentasi, yang merupakan suatu metode yang dapat dimanfaatkan dalam mendapatkan data yang akan dipublikasikan suatu perusahaan yang menjadi sampel selama periode 2016-2020 pada Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang *go public*

. Hal ini dilakukan dengan mengumpulkan, merekam, mengkaji serta mengukur data sekunder terkait penelitian yang akan dipublikasikan perusahaan. Metode pengumpulan data dilakukan dengan mengumpulkan laporan keuangan dari perusahaan pemerintah atau Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang *go public* di Bursa Efek Indonesia selama periode 2016-2020.

3. 6. Teknik Analisis Data

Dalam penelitian ini akan menggunakan berbagai metode analisis data. Teknik analisis data ini bertujuan untuk menciptakan hasil yang signifikan dari data dan dapat menyelesaikan masalah dalam penelitian ini. Teknik analisis yang akan digunakan yaitu analisis regresi dengan data panel.

3. 6.1. Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik digunakan dalam menentukan keadaan data yang tersedia, sehingga mampu dalam menunjukkan metode analisis yang benar. Ketika mengidentifikasi persamaan garis regresi linear dan dapat digunakan untuk prediksi, sehingga sangat perlu untuk melakukan uji asumsi klasik sebagai berikut :

3. 6.1.1. Uji Normalitas

Model regresi yang sangat tepat memiliki distribusi normal maupun yang telah dekat dengan distribusi normal. Pada penelitian ini menggunakan uji normalitas

yang disebut dengam analisis statistik, yang merupakan uji statistik nonparametri kolmogrov-Smirnov (KS). Uji tersebut dapat digunakan dalam menentukan apakah nilai residual signifikan secara statistic atau tidak.

Pada pengujian ini, yang akan menjadi dasar dalam mengambil keputusan yang digunakan pada Uji Kolmogrovsmirnov yaitu sebagai berikut:

a. Apabila nilai probabilitas dari nilai signifikansi adalah >0,05itu memiliki arti bahwa data residual memiliki distribusi normal.
b. Apabila nilai probabiltas dari nilai signifikanai adalah <0,05itu berarti bahwa data residual tidak memiliki distribusi normal

3. 6.1.2. Uji Multikolonieritas

Uji multikolinearitas memiliki tujuan dalam menilai apakah terdapat hubungan antar variabel independen pada model regresi atau tidak. Apabila terdapat korelasi, maka dapat disebut adanya problem multikolinearitas. Sehingga, model regresi yang tepat sebaiknya tidak memiliki hubungan dengan variabel independen. Dengan menggunakan multikolinearitas pada model persamaan regresi dapat membuat ketidakpastian perkiraan mengarah pada kesimpulan yaitu bahwa hipotesis nol diterima. Multikolinearitas pada penelitian ini bisa ditunjukkan dari nilai toleransi serta faktor inflasi varian (VIF). Penelitian ini mengamati uji multikolinearitas dari nilai toleransi dan faktor inflasi varian (VIF). Toleransi dapat digunakan untuk menghitung variabilitas pada variabel independen yang dipilih yang dapat

ditunjukkan oleh variabel bebas yang lain. Jika nilai toleransinya ≥ 0,05 atau sama dengan VIF ≤ 5, itu berarti bahwa model terbebas dari multikolinearitas.

3. 6.1.3. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas digunakan dalam menilai apakah adanya perbedaan varian residual pada suatu penelitian dengan penelitian lain pada model regresi. Apabila ditemukan perbedaan antara residual suatu penelitian lain masih ada, itu akan disebut homokedastisites, sedangkan apabila terdapat perbedaan, itu dapat disebut heterokedastisites. Uji heteroskedastisitas dapat diuji dengan menggunakan Uji *Glejser*. Apabila variabel bebas yang signifikan secarastatistic mampu mempengaruhi variabel dependen, hal tersebut menunjukkan bahwa terdapat indikasi terjadinya heteroskedastisitas. Apabila tingkat signifikansinya lebih tinggi dari 5%, dapat disimpulkan bahwa studi ini bebas heteroskedastisitas. Sedangkan apabila tingkat signifikansinya dibawah 5% maka ditemukan gejala heteroskedastisitas.

3. 6.2. Metode Analisis Data

Metode untuk menganalisis data dalam penelitian ini menggunakan metode analisis regresi data panel. Metode analisis regresi data panel merupakan suatu regresi dengan memanfaatkan data panel *(pool data).* Data panel adalah kombinasi antara data *time series* dengan *cross section.* Pada penelitian ini, perangkat lunak EViews dapat digunakan untuk membantu untuk menganalisis data.

3. 6.2.1. *Moderated Regression Analysis (MRA)*

Dalam penelitian ini menggunakan regresi linear sederhana serta *moderate regression analysis* (MRA). Analisis regresi yang disesuaikan digunakan sebagai penentu bahwa variabel moderating tersebut dapat memperkuat atau bahkan melemahkan hubungan antara variabel dependen dengan independen. Terdapat dua metode yang dapat digunakan pada penelitian ini yaitu dalam menguji pengaruh *capital structure*, profitabilitas dan *free cash flow* terhadap *firm value* serta untuk menganalisis peran variabel moderasi yaitu *enterprise risk management* dalam mempengaruhi hubungan *capital structure*, profitabilitas dan *free cash flow* terhadap *firm value*. Model matematik pada penelitian ini dapat dirumuskan dengan sebagai berikut :

$$\mathbf{Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_1 X_4 + \beta_5 X_2 X_4 + \beta_6 X_3 X_4 + e}$$

Keterangan :

Y = *Firm Value*

α = Konstanta

X_1 = *Capital Structure*

X_2 = Profitabilitas

X_3 = *Free cash flow*

X_4 = *Enterprise Risk Management*

$\beta_{1,2,3,4,5,6}$ = Koefisien regresi

e = Residual

3.6.3. Analisis Regresi Data Panel

Analisis regresi yang digunakan pada penelitian ini merupakan*pool data analysis* (analisis data panel), yaitu regresi yang menggunakan kumpulan data yang terdiri dari *time series data*serta *cross section data*. Data *cross-section* merupakan data yang telah diakumulasikan selama waktu tertentu untuk beberapa individual, sementara data *time series*merupakan data yang telah digabungkan dari waktu ke waktu untuk individu.

Untuk menganalisis data panel, maka dapat menggunakan tiga model yang terdiri dari :

a. *Common effect*

Metode ini dapat disebutdengan metodeyang sederhana, dimana pendekatannyatidak bertumpu pada dimensi waktu maupun ruang panel data. Model *common effect*adalah kombinasi data antara *time series data* serta *cross-section data*.Model yang dipakai pada estimasi menggunakan metode ini, misalnya metode *ordinary least square* (OLS), umumnya dinamakan*pooled*OLS ataupun *common* model OLS.

b. *Fixed effect*

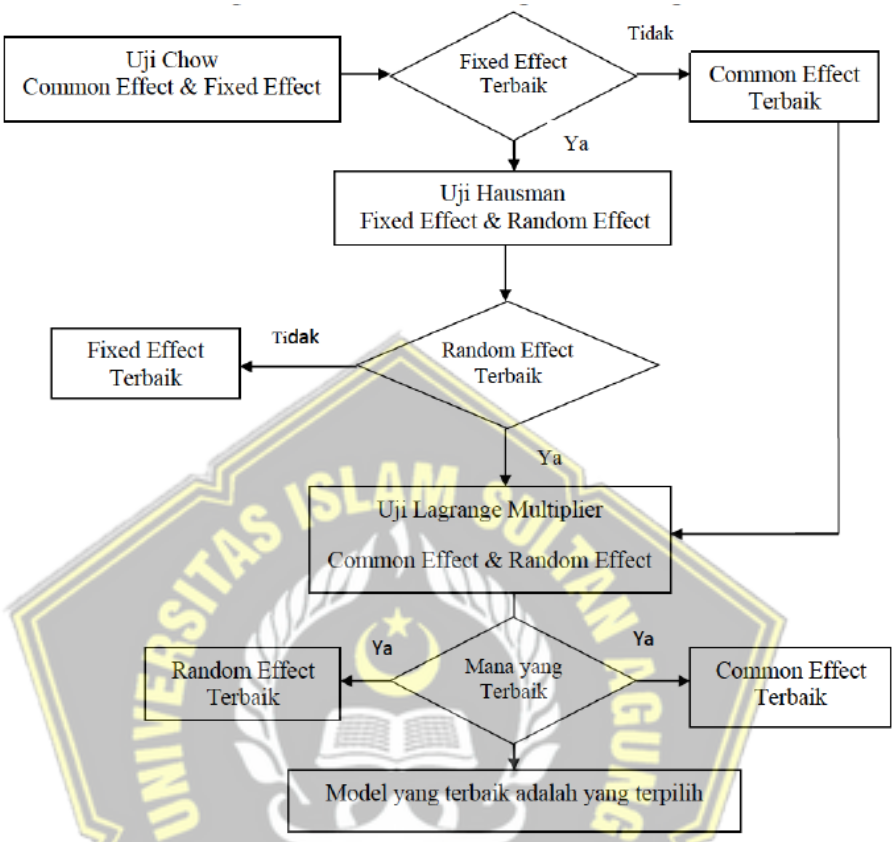
Metode *fxed effect* mempertimbangkan memungkinkan peneliti dalam menempuh masalah variabel yang hilang yang dapat menyebabkan perubahan dalam *intercept time series* maupun *cross-section*. Metode ini dapat digunakan dalam mengatasi kekurangan atau kelemahan dari hasil *common effect.* Teknik pengukuran fixed effect dapat dikatakan sebagai LSDV (least

square dummy variable). LSDV dapat dikombinasikan dengan time series. Teknik tersebut memperkirakan adanya dampak perbedaan diantara individu. Dalam menentukan antara OLS (ordinary least square) tanpa variabel fixed effet maupun dummy, sehingga dapat diuji menggunakan uji statistic F untuk menguji. Tes F dimanfaatkan dalam menemukan teknik regresi data panel tanpa variabel dummy dengan memperhatikan RSS (Residual Sum of Square).

c. *Random Effect*

Metode *random effect* dapat meningkatkan keefisienan*least square* paling sedikit dalam mengukur kesalahan pada *time series* maupun *cross-section.* Dalam menentukan apakah metode random effect lebih baik daripada OLS maka dapat menggunakan uji LM *(Lagrange Multiple).* Uji *lagrange multiple* berdasar dengan distribusi *chi-square* dan *degree of freedom* sebanyak total variabel bebas. Apabila nilai statistik LM> nilai kritis statistik *chi-square*, hipotesis ditolak.

3.6.3.1. Model Estimasi Regresi Data Panel



Gambar 3. 1 Model Estimasi Regresi Data Panel

Dalam menentukan model terbaik dalam mengestimasi data panel, maka terdapat beberapa uji yang perlu dilakukan antara lain :

a. Uji Chow

Tes ini digunakan dalam menentukan apakah model *fixed effect* dengan *common effect*. *Chow test* adalah uji yang dilakukan untuk menganalisis hasil dari statistic F, sehingga model dapat menentukan pilihan yang lebih tepat antara model *fixed effect* ataupun *common effect.*

Hipotesis dalam chow test yaitu :

H_o : *Common Effect*

H_a : *Fixed Effect*

Kriteria :

Apabila nilai *sig* >*α* maka H_o diterima

Apabila nilai *sig* < *α* maka H_a diterima

b. Hausman test

Uji Hausman adalah uji statistik yang dimanfaatkan dalam memutuskan apakah lebih tepat untuk memilih model *fixed effect* ataupun*random effect*. Setelah itudapatmenentukan metode mana yang terbaik antara *fixed effect* ataupun *random effect,* yang dinamakan dengan uji Hausman. Uji tersebut menggunakan statistic *chi-square* dengan *digree of freedom* untuk memilih model terbaik dengan tes sebanyak k, dimana k merupakan jumlah variabel bebas.

Hipotesis pada uji hausman yaitu :

H_o : *Random Effect*

H_a : *Fixed Effect*

Kriteria :

Apabila nilai *sig* >*α* maka H_o diterima

Apabila nilai *sig* < *α* maka H_a diterima

c. Lagrange Multiplier

*Lagrange Multiplier test*untuk melihat apakah lebih tepat memilih model *fixed effect* ataupun model *common effect*. *Lagrange Multiplier test*ini

berdasar dari distribusi *chsquare* dengan *degree of fredom* dengan jumlah variabel bebas.Apabilai statistik LM > 0,05 *chi-square* statistik, maka H0 diterima, yang memiliki arti bahwa perkiraan yang tepat dari model regresi data panel adalah model *common effect*. Sebaliknya, jika nilai LM statistik < 0,05 *chi-square* statistik, maka H0 ditolak yang berarti bahwa estimasi yang digunakan dalam regresi data panel adalah model *random effect*.

3.6.4. Uji Hipotesis

3. 6.4.1. Uji Pengaruh Parsial (Uji Statistik t)

Uji statistik t adalah uji signifikan dari pengaruh setiap variabel antara variabel independen dengan variabel dependen. Uji statistic t dimanfaatkan pada saat menentukan signifikansi koefisien variabel independen untuk mengestimasi variabel dependen. Penelitian ini memakai tingkat signifikansi 5% atau α = 0,05. Ditolak maupun diterimanya hipotesis didasarkan pada kriteria berikut:

1. Jika nilai signifikansi (sig) < 0,05 maka hipotesis ditolak.

   Variabel bebas (independen) mampu menjelaskan variabel terikat (dependen), ataupun adanya pengaruh signifikan pada dua variabel yang diuji.

2. Jika nilai signifikansi (sig) > 0,05 maka hipotesis diterima.

   Variabel bebas tidk mampu menjelaskan variabel terikat (dependen), atau tidak terdapat pengaruh signifikan pada dua variabel yang diuji.

3. 6.4.2. Uji Signifikansi Simultan (Uji Statistik F)

Uji signifikansi simultan atau yang juga dinamakan uji statistik F dapat dimanfaatkan dalammengetahui variabel bebas yang termasuk pada model memiliki efek bersamaan pada variabel terikat. Untuk mengetahuinya, itu dapat dilakukan dengan perbandingan nilai F hitung dan nilai F tabel. Jika F hitung > nilai F tabel maka hipotesis alternatif diterima, yang berarti bahwa seluruh variabel bebas secara signifikan dapat memberikan pengaruh terhadap variabel dependen pada saat yang sama. Apabila nilai signifikansinya adalah <0,05 (α), maka variabel independen mempengaruhi variabel dependen secara simultan.

3. 6.4.3. Koefisien Determinasi

Koefisien determinasi (R^2) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai koefisiensi determinasi adalah antara nol dan satu. Nilai R^2 yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen amat terbatas. Nilai yang mendekati satu berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen. Secara umum koefisien determinasi untuk data silang (crossection) relatif rendah karena adanya variasi yang besar antara masing-masing pengamatan, sedangkan untuk data runtun waktu (time series) biasanya mempunyai nilai koefisien determinasi yang tinggi (Ghozali, 2018).

Jika dalam uji empiris didapat nilai adjusted R^2 negatif, maka nilai adjusted R^2 dianggap bernilai nol. Secara sistematis jika nilai R^2 =1, maka Adjusted R^2 = R^2 = 1 sedangkan jika nilai R^2 = 0, maka adjusted R^2 = (1-k)/(n-k). Jika k > 1, maka adjusted R^2 akan bernilai negatif.

BAB 4
HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

4.1. Profil Objek Penelitian

Sampel pada studi ini adalah perusahaan pemerintah atau Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang *go public* periode tahun 2016-2020. Sampel penelitian diperoleh dari website resmi Bank Indonesia yaitu www.idx.co.id . Perusahaan yang termasuk BUMN dan terdaftar pada Bursa Efek Indonesia berjumlah 22 perusahaan, 3 perusahaan tidak menggunakan nominal rupiah sehingga sampel penelitian sebanyak 19 perusahaan dan data yang diperoleh selama lima tahun adalah sebanyak 95.

Tabel 4. 1 Sampel Penelitian

NO.	KODE SAHAM	NAMA PERUSAHAAN BUMN *GO PUBLIC*
1	ADHI	PT Adhi Karya (Persero) Tbk
2	AGRO	PT Bank BRI Agro Tbk
3	ANTM	PT Aneka Tambang (Persero) Tbk
4	BBNI	PT Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk
5	BBRI	PT Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk
6	BBTN	PT Bank Tabungan Negara (Persero) Tbk
7	BMRI	PT Bank Mandiri (Persero) Tbk
8	INAF	PT Indofarma (*Persero*) Tbk
9	JSMR	PT Jasa Marga (Persero) Tbk
10	KAEF	PT Kimia Farma (Persero) Tbk
11	PTBA	PT Bukit Asam (Persero) Tbk
12	PTPP	PT Pembangunan Perumahan (Persero) Tbk

13	SMBR	PT Semen Baturaja (Persero) Tbk
14	SMGR	PT Semen Indonesia (Persero) Tbk / PT Semen Gresik (Persero) Tbk
15	TINS	PT Timah (Persero) Tbk
16	TLKM	PT Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk
17	WIKA	PT Wijaya Karya (Persero) Tbk
18	WSKT	PT Waskita Karya (Persero) Tbk
19	WTON	PT Wijaya Beton Tbk

Sumber : Data diolah, 2022

4.2 Model Regresi Data Panel

4.2.1 Analisis Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif digunakan untuk menggambarkan variabel yang terdapat didalam penelitian ini, baik variabel independen maupun variabel dependen. Analisis ini akan memperlihatkan berbagai nilai statistik diantara lain nilai minimum, maksimum, rata-rata, standar deviasi, dan sebagainya. Dalam melakukan pengolahan data pada penelitian ini dibantu dengan menggunakan program Eviews 10. Hasil dari pengujian statistik deskriptif dari variabel yang ada didalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Tabel 4. 2 Analisis Statistik Deskriptif

	FIRM_VALUE	CAPITAL_STRUCTURE	PROFITABILITAS	FREE_CASH_FLOW	ERM
Mean	0.811748	0.665827	2.852007	1.79E+12	0.894737
Median	0.636535	0.694603	1.941352	1.39E+11	1.000000
Maximum	3.539242	1.596429	21.18531	1.76E+14	1.000000
Minimum	0.100110	0.285684	-39.99456	-7.76E+13	0.000000
Std. Dev.	0.506518	0.211445	6.562171	2.23E+13	0.308520
Skewness	3.509611	0.674548	-2.199719	4.593689	-2.572479

Kurtosis	17.93701	5.921737	21.68987	41.68057	7.617647
Jarque-Bera	1078.185	40.99492	1459.304	6256.520	189.1816
Probability	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
Sum	77.11602	63.25352	270.9407	1.70E+14	85.00000
Sum Sq. Dev.	24.11673	4.202647	4047.837	4.67E+28	8.947368
Observations	95	95	95	95	95

Sumber : Data diolah, 2022

Berdasarkan tabel 4.2 analisis statistik deskriptif dapat dijelaskan sebagai berikut :

1. Variabel dependen *firm value*

   Nilai N atau jumlah data adalah 95. Dari 95 data sampel firm value (Y) didapatkan nilai minimum 0.100110, nilai maksimum 3.539242. Dari periode 2016-2020 diketahui nilai mean sebesar 0.811748, serta nilai standar deviasi 0.506518. artinya nilai standar deviasi lebih kecil dari nilai mean maka sebaran data adalah merata

2. Variabel independent *capital structure*

   Dari 95 data sampel *capital structure* (X1) didapatkan nilai minimum 0.285684, nilai maksimum 1.596429. Dari periode 2016-2020 diketahui nilai mean sebesar 0.665827, serta nilai standar deviasi 0.211445. artinya nilai standar deviasi lebih kecil dari nilai mean maka sebaran data adalah merata.

3. Variabel independent profitabilitas

   Dari 95 data sampel profitabilitas (X2) didapatkan nilai minimum -39.99456, nilai maksimum 21.18531. Dari periode 2016-2020 diketahui nilai mean sebesar

2.852007, serta nilai standar deviasi 6.562171. artinya nilai standar deviasi lebih besar dari nilai mean maka sebaran data adalah tidak merata.

4. Variabel independent *free cash flow*

   Dari 95 data sampel *free cash flow* (X3) didapatkan nilai minimum -7.76E+13, nilai maksimum 1.76E+14. Dari periode 2016-2020 diketahui nilai mean sebesar 1.79E+12, serta nilai standar deviasi 2.23E+13. artinya nilai standar deviasi lebih besar dari nilai mean maka sebaran data adalah tidak merata.

5. Variabel moderating *enterprise risk management*

   Dari 95 data sampel *free cash flow* (X3) didapatkan nilai minimum 0.000000, nilai maksimum 1.000000. Dari periode 2016-2020 diketahui nilai mean sebesar 0.894737, serta nilai standar deviasi 0.308520. artinya nilai standar deviasi lebih kecil dari nilai mean maka sebaran data adalah merata

Tabel 4. 3 Statistik

Tahun	Capital Structure	Profitabilitas	Free Cash Flow	Enterprise Risk Management	Firm Value
	Rata-Rata Per Tahun				
2016	0,5966	4,2286	7,13e+12	0,8947	2,3053
2017	0,6807	3,7842	-6,09e+12	0,8947	2,2198
2018	0,7082	4,3474	2,96e+12	0,8947	2,1615
2019	0,6639	2,7481	-5,37e+11	0,8947	21,0267
2020	0,6797	-0,8482	5,50e+12	0,8947	18,6729
Total Rata-Rata	0,6658	0,8457	1,43e+12	0,8947	0,4611
Max	1,5964	21,1853	1,76e+14	1,0000	377,5696
Min	0,2857	-39,9946	-7,76e+13	0,0000	0,3889

Sumber : data diolah, 2022

Berdasarkan tabel diatas, dapat dijelaskan sebagai berikut :

1. Variabel dependen *firm value*

   Nilai mean untuk *firm value* sebesar 0,4611 artinya setiap 1 rupiah *firm value* akan menambahkan nilai sebesar 0,4611, yakni dengan *firm value* tertinggi pada perusahaan BUMN sebesar 377.5696 terjadi pada PT Jasa Marga (Persero) Tbk tahun 2019 dan *firm value* terendah sebesar 0,3889 terjadi pada PT Semen Indonesia (Persero) Tbk / PT Semen Gresik (Persero) Tbk tahun 2017.

2. Variabel independent *capital structure*

   Nilai mean untuk *capital structure* sebesar 0.6658 artinya setiap 1 rupiah *capital structure* akan menambah nilai sebesar 0,6658, yakni dengan *capital structure* tertinggi pada perusahaan BUMN sebesar 1.5964 terjadi pada PT Aneka Tambang (Persero) Tbk tahun 2018 dan *capital structure* terendah sebesar 0.2857 terjadi pada PT Semen Baturaja (Persero) Tbk tahun 2016.

3. Variabel independent profitabilitas

   Nilai mean untuk profitabilitas sebesar 0,8457 artinya setiap 1 rupiah profitabilitas akan menambah nilai sebesar 0.8457, yakni dengan profitabilitas tertinggi pada perusahaan BUMN sebesar 21,1853 terjadi pada PT Bukit Asam (Persero) Tbk tahun 2018 dan profitabilitas terendah sebesar -39,9946 terjadi pada PT Jasa Marga (Persero) Tbk tahun 2020.

4. Variabel independent *free cash flow*

   Nilai mean untuk *free cash flow* sebesar sebesar 1,42E+12 artinya setiap 1 rupiah *free cash flow* akan menambah nilai sebesar sebesar 1.79E+12, yakni

dengan *free cash flow* tertinggi pada perusahaan BUMN sebesar 1.76E+14 terjadi pada PT Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk tahun 2016 dan *free cash flow* terendah sebesar -7.76E+13 terjadi pada PT Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk tahun 2017.

5. Variabel moderating *enterprise risk management*

   Nilai mean untuk *enterprise risk management* sebesar sebesar 0.894737 artinya banyak perusahaan yang menggunakan *enterprise risk management*, yakni dengan *enterprise risk management* tertinggi sebesar 1.000000 pada 17 perusahaan BUMN dan *enterprise risk management* terendah sebesar 0 pada 2 perusahaan BUMN yang tidak menggunakan *enterprise risk management* yaitu PT Kimia Farma (Persero) Tbk dan PT Wijaya Karya (Persero) Tbk tahun 2016-2020.

4.3 Pemilihan Model Regresi Data Panel

Uji analisis regresi data panel digunakan pada data time series yaitu tahun 2016 – 2020. Dalam menguji hipotesis ini, dapat tahap-tahap dari pengujian. Pertama, melakukan estimasi dengan 3 pendekatan model yaitu *Common Effect Model* (CEM), *Fixed Effect Model* (FEM), dan *Random Effect Model* (REM).

Langkah selanjutnya adalah pemilihan terbaik antara Uji Chow, Uji Hausman, atau Uji Lagrange Multiplier. Pemilihan teknik model estimasi terbaik dapat dilakukan melalui langkah-langkah sebagai berikut :

4.3.1 Uji Cow

Uji Chow digunakan untuk menentukan model estimasi mana yang lebih baik antara model *Common Effect* atau model *Fixed Effect*, didapatkan hasil sebagai berikut :

Tabel 4. 4 Uji Cow

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: Untitled
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	18.753633	(18,70)	0.0000
Cross-section Chi-square	167.362084	18	0.0000

Sumber : data sekunder yang diolah, 2022

Berdasarkan hasil uji *chow* pada tabel 4.3 kedua model diperoleh hasil probabilitas *Cross-section Chi-square* sebesar 0.0000 dimana lebih kecil dari 0.05. hal ini menunjukkan hipotesis nol (H0) ditolak dan (Ha) diterima, yang artinya model *fixed effect* lebih tepat digunakan dari pada model *common effect*. Setelah mengetahui hasil dari uji *chow* yang menunjukkan bahwa model *fixed effect* yang dipilih, maka langkah selanjutnya adalah melakukan uji Hausman.

4.3.2 Uji Hausman

Uji hausman digunakan untuk menentukan model estimasi mana yang lebih baik antara model *Fixed Effect* atau model *Random Effect*. Berdasarkan uji hausman didapatkan hasil sebagai berikut :

Tabel 4. 5 Uji Hausman

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	3.391238	6	0.7584

Sumber : data sekunder yang diolah, 2022

Berdasarkan hasil uji Hausman pada tabel 4.4 diperoleh nilai probabilitas lebih besar dari 0.05 yang artinya hipotesis nol (H0) diterima, sehingga model yang dipilih adalah *Random Effect Model*.

4.3.3 Uji Lagrange Multiplier

Uji lagrange multiplier dilakukan untuk menguji apakah data analisis dengan menggunakan *random effect* atau *common effect*, pengujian tersebut dilakukan dengan program *Eviews* 10. Berdasarkan hasil uji lagrange multiplier diperoleh hasil sebagai berikut :

Tabel 4. 6 Uji Lagrange Multiplier

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects
Null hypotheses: No effects
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided
(all others) alternatives

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both

Breusch-Pagan	109.8292 (0.0000)	0.840832 (0.3592)	110.6700 (0.0000)
Honda	10.47994 (0.0000)	-0.916969 --	6.762042 (0.0000)
King-Wu	10.47994 (0.0000)	-0.916969 --	3.639232 (0.0001)
Standardized Honda	11.97494 (0.0000)	-0.696252 --	4.296546 (0.0000)
Standardized King-Wu	11.97494 (0.0000)	-0.696252 --	1.341902 (0.0898)
Gourierioux, et al.*	--	--	109.8292 (< 0.01)

*Mixed chi-square asymptotic critical values:

1%	7.289
5%	4.321
10%	2.952

Sumber : Data Sekunder diolah, 2022

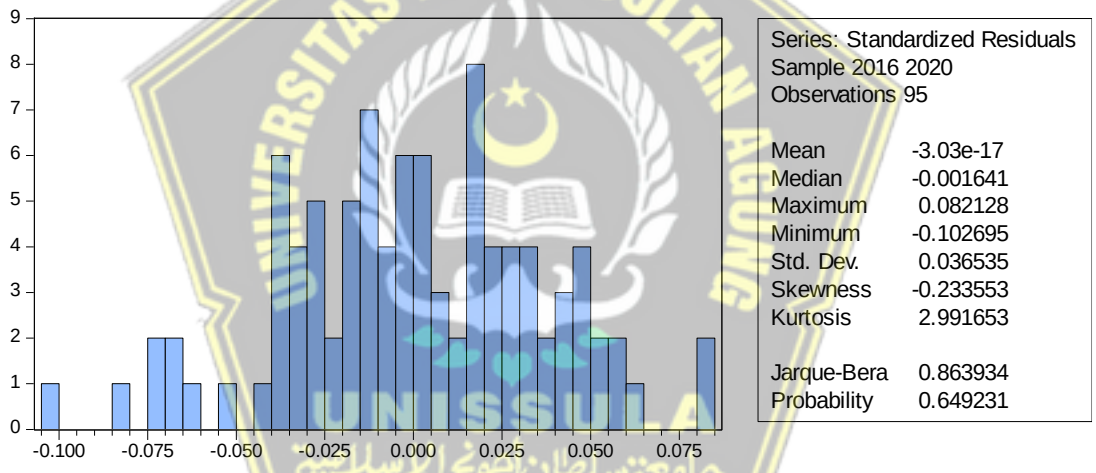
Berdasarkan hasil uji LM pada tabel 4.5 didapatkan probabilitas Breusch-Pagan 0,000 lebih kecil dari 0.05 artinya model random effect lebih baik digunakan dari pada common effect, sehingga pada regresi lebih baik menggunakan model random effect dalam mengestimasi data panel.

4.4 Uji Asumsi Klasik

4.4.1 Uji Normalitas

Pengujian terhadap normal tidaknya distribusi data dilakukan dengan uji normalitas. Pengujian dengan menggunakan alat analisis Eviews pada umumnya menggunakan metode pengujian normalitas dengan uji jarque-bera untuk mendateksi apakah data penelitian mempunyai distribusi data bersifat normal atau tidak. Hasil uji normalitas dapat dilihat pada tabel sebagai berikut:

Tabel 4. 7 Uji Normalitas



Berdasarkan table 4.5 diatas diperoleh nilai Jarque-Bera dari persamaan pertama adalah sebesar 0,863934 dan probabilitas sebesar 0,649231 dimana nilai probabilitas lebih besar daripada 0,05 yang artinya bahwa data pada penelitian ini terdistribusi dengan normal, sehingga layak digunakan untuk analisa selanjutnya.

4.4.2 Uji Multikolinearitas

Pengujian multikolinearitas dilakukan adalah untuk melihat ada atau tidaknya hubungan linear yang sempurna diantara variabel penelitian yang digunakan untuk menjelaskan model regresi. Berikut hasil uji multikolinearitas data penelitian:

Tabel 4. 8 Hasil Uji Multikolinearitas

Variance Inflation Factors
Date: 06/07/22 Time: 10:44
Sample: 1 95
Included observations: 95

Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
C	0.004168	35.60545	NA
CAPITAL_STRUCTURE	2.04E-05	1.619784	1.149046
PROFITABILITAS	0.005743	26.04046	1.051696
FREE_CASH_FLOW	0.010555	3.727631	1.123659
ERM	0.001283	9.805160	1.032122

Sumber : Data sekunder diolah, 2022

Berdasarkan dari hasil tabel 4.6 menunjukkan bahwa variabel bebas memiliki nilai VIF dibawah angka 10 yang artinya model terbebas dari masalah multikolinearitas.

4.4.3 Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas digunakan dalam menilai apakah adanya perbedaan varian pada residual suatu penelitian dengan penelitian lain pada model regresi. Uji

heteroskedastisitas dapat diuji dengan menggunakan uji *glejser*. Berikut hasil uji heteroskedastisitas :

Tabel 4. 9 Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedasticity Test: Glejser

Test Equation:
Dependent Variable: ARESID
Method: Least Squares
Date: 06/07/22 Time: 10:42
Sample: 1 95
Included observations: 95

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.061039	0.037728	1.617893	0.1093
CAPITAL_STRUCTURE	0.033400	0.086199	0.387479	0.6993
PROFITABILITAS	-0.067196	0.129737	-0.517944	0.6058
FREE_CASH_FLOW	-0.214917	0.291659	-0.736878	0.4632
ERM*CAPITAL_STRUCTURE	-0.023383	0.086239	-0.271149	0.7869
ERM*PROFITABILITAS	0.097707	0.119760	0.815859	0.4168
ERM*FREE_CASH_FLOW	0.049010	0.299685	0.163540	0.8705

R-squared	0.177399	Mean dependent var	0.065706
Adjusted R-squared	0.121313	S.D. dependent var	0.075103
S.E. of regression	0.070400	Akaike info criterion	-2.398415
Sum squared resid	0.436144	Schwarz criterion	-2.210234
Log likelihood	120.9247	Hannan-Quinn criter.	-2.322376
F-statistic	3.162957	Durbin-Watson stat	1.019042
Prob(F-statistic)	0.007413		

Sumber : data sekunder diolah, 2022

Berdasarkan dari hasil uji heterokedastisitas pada tabel 4.4 Diatas dinyatakan bahwa tidak ada pelanggaran heterokedastisitas dalam model regresi, hal ini

dikarenakan semua variabel independen nilai dari probabilitasnya > 0.05 sehingga tidak terjadi heterokedastisitas.

4.5. Pengujian Hipotesis

Setelah pemilihan model regresi yang telah di uji dengan uji chow, uji hausman, dan uji lagrange multiplier. Terpilih model estimasi terbaik yaitu *Random Effect Model* (REM). Selanjutnya akan dilakukan pengujian hipotesis secara statistik. Berikut merupakan hasil analisis pada *Random effect Model*.

Tabel 4. 10 Hasil Estimasi Random Effect

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.308739	0.044113	6.998786	0.0000
CAPITAL_STRUCTURE	0.420161	0.095058	4.420058	0.0000
PROFITABILITAS	-0.139479	0.158333	-0.880918	0.3808
FREE_CASH_FLOW	-0.181532	0.374384	-0.484881	0.6290
ERM*CAPITAL_STRUCTURE	-0.342361	0.095091	-3.600335	0.0005
ERM*PROFITABILITAS	0.411104	0.152158	2.701813	0.0083
ERM*FREE_CASH_FLOW	0.534727	0.382152	1.399252	0.1653

Sumber : Data sekunder yang diolah, 2022

Berdasarkan dari tabel 4.8 Maka dapat diperoleh hasil persamaan regresi data panel sebagai berikut :

Y = 0.308739 +0.420161 -0.139479 -0.181532 -0.342361 +0.411104 +0.534727+e

Keterangan :

Y = *Firm Value*

α = Konstanta

X_1 = *Capital Structure*

X_2 = Profitabilitas

X_3 = *Free cash flow*

X_4 = *Enterprise Risk Management*

X_1*X_4 = Interaksi X1X4

X_2*X_4 = Interaksi X2X4

X_3*X_4 = Interaksi X3X4

e = Residual

Dari permasaaan tersebut dijelaskan sebagai berikut :

1. Kosntanta (c) = 0.308739 menunjukkan nilai konstan, dimana jika nilai seluruh varibael independen sama dengan nol, maka variabel *firm value* (Y) sama dengan 0.308739.
2. Koefisien *capital structure* (X1) = 0.420161, artinya berdasarkan penelitian ini jika variabel lain nilainya tetap dan *capital structure* mengalami kenaikan rasio 1% maka *firm value* mengalami kenaikan sebesar 0.420161 (0.4%). Nilai *unstandardized coefficients* B bernilai positif, menunjukkan bahwa terjadi hubungan yang positif antara *capital structure* (X1) dengan *firm value* (Y). Artinya, jika *capital structure* meningkat, maka *firm value* akan meningkat.

3. Koefisien profitabilitas (X2) = -0.139479, artinya berdasarkan penelitian ini jika variabel lainnya tetap dan profitabilitas mengalami kenaikan rasio 1% maka *firm value* mengalami penurunan sebesar -0.139479. Nilai *unstandardized coefficients* B bernilai negatif, menunjukkan bahwa terjadi hubungan yang negatif antara profitabilitas (X2) dengan *firm value* (Y). Artinya jika profitabilitas meningkat, maka maka *firm value* akan menurun.
4. Koefisien *free cash flow* (X3) = -0.181532, artinya berdasarkan penelitian ini jika variabel lainnya tetap dan *free cash flow* mengalami kenaikan rasio 1% maka *firm value* mengalami penurunan sebesar -0.181532. Nilai *unstandardized coefficients* B bernilai negatif, menunjukkan bahwa terjadi hubungan yang negatif antara *free cash flow* (X3) dengan *firm value* (Y). Artinya, jika *free cash flow* meningkat, maka *firm value* akan menurun.
5. Koefisien interaksi *capital structure* dengan *enterprise risk management* = -0.34236, artinya jika interaksi *capital structure* dengan *enterprise risk management* mengalami kenaikan rasio 1% dan variabel independen yang lain tetap, maka *capital structure* mengalami penurunan sebesar -0.34236. Nilai *unstandardized coefficients* B bernilai negatif, menunjukkan bahwa terjadi hubungan yang negatif antara *capital structure* (X1) dengan *enterprise risk management* (X4). Artinya, *enterprise risk management* memperlemah pengaruh *capital structure* terhadap *firm value*.
6. Koefisien interaksi profitabilitas dengan *enterprise risk management* = 0.411104, artinya jika interaksi profitabilitas dengan *enterprise risk*

management mengalami kenaikan rasio 1% dan variabel independen yang lain tetap, maka profitabilitas mengalami kenaikan sebesar 0.411104. Nilai *unstandardized coefficients* B bernilai positif, menunjukkan bahwa terjadi hubungan yang positif antara profitabilitas (X2) dengan *enterprise risk management* (X4). Artinya, *enterprise risk management* memperkuat pengaruh profitabilitas terhadap *firm value*.

7. Koefisien interaksi *free cash flow* dengan *enterprise risk management* = 0.534727, artinya jika interaksi *free cash flow* dengan *enterprise risk management* mengalami kenaikan rasio 1% dan variabel independen yang lain tetap, maka *free cash flow* mengalami kenaikan sebesar 0.534727. Nilai *unstandardized coefficients* B bernilai positif, menunjukkan bahwa terjadi hubungan yang positif antara *free cash flow* (X3) dengan *enterprise risk management* (X4). Artinya, *enterprise risk management* memperkuat pengaruh *free cash flow* terhadap *firm value*.

4.5.1 Uji t

Uji t digunakan untuk menguji hubungan regresi secara parsial, dalam uji t statistik pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh suatu variabel penjelas secara individual dalam menerangkan variasi variabel-variabel terikat dengan menggunakan *eviews*. Dengan kriteria sebagai berikut :

1. Jika nilai probabilitias > nilai sig 0.05 maka variabel independen tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

2. Jika nilai probabilitas < nilai sig 0.05 maka variabel independen berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

Berdasarkan dari hasil uji tabel 4.8 Dapat dijelaskan bahwa uji t adalah sebagai berikut :

1. Pengaruh *capital structure* terhadap *firm value.*

   Berdasarkan tabel 4.8 koefisien *capital structure* sebesar 4.420058 dengan nilai probabilitas sebesar 0.0000 < 0.05 yang artinya hipotesis (H0) diterima dan hipotesis alternatif (Ha) diterima. Hal ini diartikan bahwa *capital structure* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *firm value*.

2. Pengaruh profitabilitas terhadap *firm value*.

   Berdasarkan tabel 4.8 koefisien profitabilitas sebesar -0.880918 dengan nilai probabilitas sebesar 0.3808 > 0.05 yang artinya hipotesis (H0) dan hipotesis alternatif (Ha) ditolak. Hal ini diartikan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap *firm value*.

3. Pengaruh *free cash flow* terhadap *firm value.*

   Berdasarkan tabel 4.8 koefisien *free cash flow* sebesar -0.484881 dengan nilai probabilitas sebesar 0.6290 > 0.05 yang artinya hipotesis (H0) dan hipotesis alternatif (Ha) ditolak. Hal ini diartikan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap *firm value*.

4. Pengaruh *enterprise risk management* dalam memoderasi *capital structure* terhadap *firm value* .

Berdasarkan tabel 4.8 koefisien interaksi antara *capital structure* dengan *enterprise risk management* sebesar -3.600335, arah negatif (-) diartikan bahwa *enterprise risk management* memperlemah pengaruh *capital structure* terhadap *firm value* dengan nilai probabilitas sebesar 0.0005 < 0.05 yang artinya artinya *enterprise risk management* mampu memoderasi pengaruh *capital structure* terhadap *firm value*. Sehingga hipotesis (H0) ditolak dan hipotesis alternatif (Ha) diterima.

5. Pengaruh *enterprise risk management* dalam memoderasi profitabilitas terhadap *firm value*.

Berdasarkan tabel 4.8 koefisien interaksi antara profitabilitas dengan *enterprise risk management* sebesar 2.701813, arah positif (+) menunjukkan bahwa *enterprise risk management* dapat memperkuat pengaruh profitabilitas terhadap *firm value* dengan nilai probabilitas sebesar 0.0083 < 0.05 yang artinya *enterprise risk management* dapat memoderasi profitabilitas terhadap *firm value*. Sehingga hipotesis (H0) diterima dan hipotesis alternatif (Ha) diterima.

6. Pengaruh *enterprise risk management* dalam memoderasi *free cash flow* terhadap *firm value.*

Berdasarkan tabel 4.8 koefisien interaksi antara *free cash flow* dengan *enterprise risk management* sebesar 1.399252, arah positif (+) menunjukkan

bahwa *enterprise risk management* dapat memperkuat pengaruh *free cash flow* terhadap *firm value* dengan nilai probabilitas sebesar 0.1653 > 0.05 yang artinya *enterprise risk management* tidak dapat memoderasi *free cash flow* terhadap *firm value.* Sehingga, hipotesis (H0) diterima dan hipotesis alternatif (Ha) ditolak.

4.5.2 Uji F

Uji statistik F pada dasarnya menunjukkan apakah sebuah variabel independen yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh secara bersama-sama terhadap variabel dependen pengujian ini dilakukan dengan level signifikansi 0.05 atau a = 5%.

Pengujian hipotesis digunakan untuk statistik F dengan kriteria pengambilan keputusan sebagai berikut Imam ghazali (2009) :

1. Jika nilai signifikan > 0.05, maka secara simultan variabel independen bukan termasuk penjelasan yang signifikan terhadap variabel dependen.
2. Jika nilai signifikan < 0.05, maka koefisien regresi bersifat signifikan, dan secara simultan variabel indepen termasuk penjelasan yang signifikan terhadap variabel dependen

Tabel 4. 11 Hasil Olah Data, 2022

Effects Specification	S.D.	Rho
Cross-section random	0.105114	0.8273
Idiosyncratic random	0.048033	0.1727

Weighted Statistics			
R-squared	0.937315	Mean dependent var	0.138566
Adjusted R-squared	0.933041	S.D. dependent var	0.183921
S.E. of regression	0.047592	Sum squared resid	0.199323
F-statistic	219.3071	Durbin-Watson stat	1.688562
Prob(F-statistic)	0.000000		
Unweighted Statistics			
R-squared	0.836544	Mean dependent var	0.692056
Sum squared resid	0.985506	Durbin-Watson stat	0.341519

Sumber : data sekunder diolah, 2022

Berdasarkan dari hasil regresi tabel 4.10 Didapatkan hasil uji F diperoleh nilai probabilitas 0.000000 <0.05 yang artinya variabel bebas yang terdiri dari *capital structure*, profitabilitas, *free cash flow* berpengaruh signifikan terhadap *firm value*.

4.5.3 Koefisien Determinasi (Adjusted R-Squared)

Koefisien determinasi (adjusted R2) digunakan untuk mengukur sejauh mana kemampuan variabel-variabel independent dalam menjelaskan variabel dependen.

Berdasarkan hasil uji kelayakan model pada tabel 4.10 didapatkan hasil nilai koefisien determinasi yang dalam penelitian ini dilihat dari nilai *adjusted* R^2 sebesar 0.933041. Hal ini menunjukkan bahwa variabel-variabel independent yakni *capital structure*, profitabilitas, *free cash flow* mampu menjelaskan pengaruh variabel dependen yakni firm value sebesar 93.3% sedangkan sisanya sebesar 0.067% dijelaskan oleh variabel lain diluar penelitian yang dilakukan pada studi ini.

4.6 Pembahasan Hasil Penelitian

4.6.1 Pengaruh *Capital Structure* Terhadap *Firm Value*.

Berdasarkan hasil uji hipotesis yang dilakukan, koefisien *capital structure* sebesar 4.420058 dengan nilai probabilitas sebesar 0.0000 < 0.05 yang artinya hipotesis (H0) diterima dan hipotesis alternatif (Ha) diterima. Hal ini menunjukkan bahwa *capital structure* terbukti berpengaruh positif dan signifikan terhadap *firm value*. Artinya, jika *capital structure* digunakan secara optimal dapat memberikan nilai positif bagi *firm value*. Arah positif disini berarti semakin besar penggunaan pendanaan utang perusahaan maka semakin meningkatkan nilai kapitalisasi pasar pada *firm value*. Hal ini menjadi sinyal positif bagi investor karena mereka yakin dengan harapan juga akan mendapatkan pendapatan yang maksimal.

Hasil studi ini didukung dengan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Suzualia et al (2020) yang menyatakan bahwa *capital structure* terbukti berpengaruh positif dan signifikan terhadap *firm value*.

4.6.2 Pengaruh Profitabilitas Terhadap *Firm Value.*

Berdasarkan hasil uji hipotesis yang dilakukan, koefisien profitabilitas sebesar -0.880918 dengan nilai probabilitas sebesar 0.3808 > 0.05 yang artinya hipotesis nol (H0) dan hipotesis alternatif (Ha) ditolak. Hal ini diartikan bahwa profitabilitas tidak terbukti berpengaruh terhadap *firm value*. Artinya, ada atau tidaknya kenaikan maupun penuruan profitabilitas tidak akan mempengaruhi *firm value*. Dengan kata

lain, kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba atau profit yang mencerminkan keberhasilan perusahaan di mata investor rendah.

Pada studi ini, profitabilitas (ROA) tidak berpengaruh terhadap *firm value* (*tobin'q)*. Hal ini dikarenakan beberapa perusahaan sampel mengalami penurunan laba disetiap tahunnya. Dengan demikian para investor akan berpikir dua kali jika ingin menanamkan modal pada perusahaan sehingga dampak yang diperoleh perusahaan adalah menurunnya *firm value* yang dianggap tidak mampu menjalankan perusahaannya dengan baik. Hasil studi ini didukung dengan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Ustiani (2015) dan Rantika Sari et al (2022) yang menyatakan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh pada *firm value*.

4.6.3 Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap *Firm Value*.

Berdasarkan hasil uji hipotesis yang dilakukan, *free cash flow* sebesar -0.484881 dengan nilai probabilitas sebesar 0.6290 > 0.05 yang artinya hipotesis nol (H0) dan hipotesis alternatif (Ha) ditolak. Hal ini diartikan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap *firm value*. Artinya, ada atau tidaknya kenaikan maupun penuruan *free cash flow* tidak mempengaruhi *firm value*. Hasil penelitian ini mencerminkan bahwa *free cash flow* tidak dijadikan sebagai salah satu pertimbangan investor dalam menanamkan modalnya. terdapat beberapa faktor mengapa investor tidak menjadikan *free cash flow* sebagai pertimbangan dalam menanamkan modalnya. Pertama, adanya *idle cash* memberikan sinyal negatif kepada investor bahwa manajemen bingung dalam menggunakan dana yang dimiliki oleh perusahaan.

Kedua, investor tidak yakin bahwa adanya *free cash* yang dimiliki oleh perusahaan akan digunakan untuk membagikan dividen atau digunakan untuk kepentingan lain yang tidak menguntungkan investor. Sehingga naik turunnya free cash flow tidak mempengaruhi firm value (Barmin, Haniah; Herlina, 2022).

Hasil studi ini didukung dengan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Andini (2021) yang menyatakan bahwa *free cash flow* tidak memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan sehingga tinggi rendahnya *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap keputusan investor dalam berinvestasi. Hal ini menunjukan bahwa *free cash flow* tidak dipertimbangkan oleh investor saat berinvestasi karena investor menganggap perusahaan mampu memenuhi kewajibanya.

4.6.4 Pengaruh *Enterprise Risk Management* Dalam Memoderasi *Capital Structure* Terhadap *Firm Value*.

Berdasarkan hasil uji hipotesis yang dilakukan, koefisien interaksi antara *capital structure* dengan *enterprise risk management* sebesar -3.600335, arah negatif (-) diartikan bahwa *enterprise risk management* memperkuat pengaruh negatif *capital structure* terhadap *firm value* dengan nilai probabilitas sebesar 0.0005 < 0.05 yang artinya artinya *enterprise risk management* mampu memoderasi pengaruh *capital structure* terhadap *firm value*.

Ketika ada pengelolaan manajemen risiko justru akan memperkuat pengaruh negatif capital structure terhadap *firm value* sehingga semakin tinggi nilai utang maka

firm value akan menurun. Hal ini sesuai dengan trade off theory, semakin besar utang maka semakin besar risiko yang akan ditanggung perusahaan (misalnya risiko kebangkrutan). Semakin besar risiko perusahaan, maka semakin banyak risiko dan ketidakpastian yang diungkapkan dalam enterprise risk management. Bagi investor yang cenderung menghindari risiko, *enterprise risk management* dianggap sebagai ancaman sehingga hal ini mengakibatkan *firm value* menurun (Jannah, 2018).

4.6.5 Pengaruh *Enterprise Risk Management* Dalam Memoderasi Profitabilitas Terhadap *Firm Value*.

Berdasarkan hasil uji hipotesis yang dilakukan, koefisien interaksi antara profitabilitas dengan *enterprise risk management* sebesar 2.701813, arah positif (+) menunjukkan bahwa *enterprise risk management* dapat memperkuat pengaruh positif profitabilitas terhadap *firm value* dengan nilai probabilitas sebesar 0.0083 < 0.05 yang artinya *enterprise risk management* dapat memoderasi profitabilitas terhadap *firm value*.

Saat berinvestasi, investor tentu akan memahami risiko yang bisa dihadapi mengenai pendapatan yang akan diterima perusahaan (Florio & Leoni, 2017). Penerapan *Enterprise Risk Management* yang baik dapat dijadikan sebagai peluang untuk memaksimalkan profitabilitas bagi perusahaan. Dalam berinvestasi, investor tentu akan memahami risiko yang bisa dihadapi dan pendapatan yang akan diterima perusahaan (Florio & Leoni, 2017). Profitabilitas yang tinggi dapat menarik calon

investor untuk berinvestasi. Hal ini didasarkan pada kenyataan bahwa laba yang tinggi mencerminkan *firm value* yang tinggi (Adare et al., 2016). Kompleksnya risiko yang berasal dari internal maupun eksternal dapat mengganggu tingkat profitabilitas perusahaan sehingga perusahaan menerapkan *enterprise risk management* supaya dapat direspon oleh pasar. Sehingga penerapan *enterprise risk management* dalam memoderasi profitabilitas terhadap *firm value* dapat meminimalisir risiko yang ada.

4.6.6 Pengaruh *Enterprise Risk Management* Dalam Memoderasi *Free Cash Flow* Terhadap *Firm Value*.

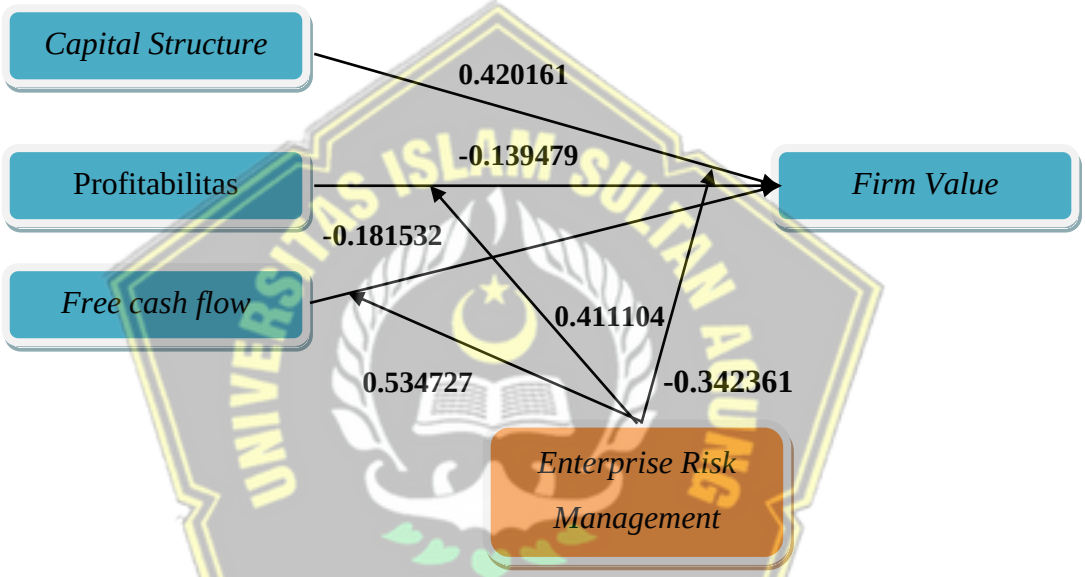
Berdasarkan hasil uji hipotesis yang dilakukan, koefisien interaksi antara *free cash flow* dengan *enterprise risk management* sebesar 1.399252, arah positif (+) menunjukkan bahwa *enterprise risk management* dapat memperkuat pengaruh *free cash flow* terhadap *firm value* dengan nilai probabilitas sebesar 0.1653 > 0.05 yang artinya *enterprise risk management* tidak bisa memoderasi *free cash flow* terhadap *firm value.*

Hasil penelitian ini sesuai dengan FCF teori, jika perusahaan punya kas yang banyak akan menimbulkan oportunitik melakukan tindakan yang tidak baik. Tetapi karena adanya pengelolaan managemen yang baik maka *free cash flow* ini mampu dipakai dan dikelola dengan baik oleh manajerial untuk meningkatkan *firm value*. Namun *enterprise risk management* tidak dapat memoderasi *free cash flow* terhadap *firm value* hal ini dikarenakan kurang maksimalnya pengelolaan risiko dalam *free cash flow* untuk meningkatkan *firm value*.

4.7 Model Empirik Hasil Penelitian

Setelah dilakukan penelitian tentang variabel independen *capital structure*, profitabilitas, dan *free cash flow* terhadap *firm value* dengan *enterprise risk management* sebagai variabel moderasi, berikut model empirik dari hasil penelitian:

Gambar 4. 1 Model Empirik Hasil Penelitian



Berdasarkan hasil penelitian, model empirik pada penelitian ini terlihat pada gambar 4.1 : pada gambar tersebut dapat dijelaskan bahwa peningkatan *firm value* dipengaruhi oleh *capital structure* dan profitabilitas yang diperkuat dengan variabel moderating yaitu *enterprise risk management*. Sedangkan *free cash flow* ada atau tidaknya *enterprise risk management* tidak ada pengaruhnya terhadap *firm value*.

BAB V
PENUTUP

5.1 Kesimpulan

1. *Capital structure* terbukti berpengaruh positif dan signifikan terhadap *firm value* pada perusahaan pemerintah atau Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang *go public* periode tahun 2016-2020. Artinya, jika penggunaan pendanaan utang semakin meningkat, maka nilai kapitalisasi pasar pada *firm value* juga meningkat begitupun sebaliknya.
2. Profitabilitas tidak berpengaruh terhadap *firm value* pada perusahaan pemerintah atau Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang *go public* periode tahun 2016-2020. Artinya, adanya kenaikan ataupun penurunan profitabilitas tidak mempengaruhi *firm value*.
3. *Free cash flow* tidak berpengaruh terhadap *firm value* pada perusahaan pemerintah atau Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang *go public* periode tahun 2016-2020. Artinya, adanya kenaikan ataupun penurunan *free cash flow* tidak mempengaruhi *firm value*.
4. *Enterprise risk management* dapat memperkuat pengaruh negatif *capital structure* terhadap *firm value* pada perusahaan pemerintah atau Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang *go public* periode tahun 2016-2020.

5. *Enterprise risk management* dapat memoderasi dan memperkuat pengaruh profitabilitas terhadap *firm value* pada perusahaan pemerintah atau Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang *go public* periode tahun 2016-2020.
6. *Enterprise risk management* tidak mampu memoderasi pengaruh *free cash flow* terhadap *firm value* karena tidak diperoleh hasil yang signifikan yang diteliti pada perusahaan pemerintah atau Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang *go public* periode tahun 2016-2020.

5.2 Saran

Mengacu kepada hasil uji dalam penelitian ini, beberapa saran dapat peneliti ajukan yang dijabarkan sebagai berikut :

1. Manajemen, pemilik perusahaan beserta jajarannya perlu memperhatikan profitabilitas dan *capital structure* yang mampu memperkuat pengaruh *firm value*, terutama *capital structure*. Oleh karena itu, perlu penanganan lebih serius terhadap komponen tersebut mengingat hasil penelitian diperoleh hasil bahwa enterprise risk management mampu memperkuat pengaruh negatif pengaruh antara *capital structure* dengan *firm value*, agar dapat memberikan pengaruh signifikan positif terhadap *firm value.* Penelitian ini akan di kirimkan melalui email berupa link jurnal jika sudah terpublikasi agar saran dapat tersampaikan kepada perusahaan yang diteliti.

2. Pada penelitian ini, menggunakan *enterprise risk management* sebagai variabel moderasi. Penelitian lanjutan disarakan untuk menggunakan variabel moderasi yang lain, misalnya *good corporate governance* (GCG).

5.3 Keterbatasan

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan, diantara adalah sebagai berikut :

1. Penelitian ini menggunakan populasi 19 perusahaan pemerintah atau Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang *go public* periode tahun 2016-2020. Sehingga hasil ini tidak bisa digeneralisasi untuk seluruh perusahaan BUMN *go public*.
2. Variabel independen yang digunakan mencakup *Capital Structure*, Profitabilitas, dan *Free Cash Flow*. Maka hasil yang diperoleh akan berbeda apabila peneliti menambahkan variabel-variabel lainnya yang terkait dalam penelitian tersebut.

DAFTAR PUSTAKA

Adare, D., Murni, S., & Repi, S. (2016). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan Subsektor Perbankan Pada Bei Dalam Menghadapi Mea. *Jurnal Riset Ekonomi, Manajemen, Bisnis Dan Akuntansi*, *4*(1), 181–191. https://doi.org/10.35794/emba.v4i1.11585

Ai, J., Brockett, P. L., & Wang, T. (2017). Optimal Enterprise Risk Management and Decision Making With Shared and Dependent Risks. *Journal of Risk and Insurance*, *84*(4), 1127–1169. https://doi.org/10.1111/jori.12140

Andini Sari Pitaloka. (2021). PENGARUH FREE CASH FLOW, WORKING CAPITAL dan FINANCIAL CONSTRAINTS TERHADAP NILAI PERUSAHAAN (Studi Pada Perusahaan Perhotelan yang Terdaftar di BEI Periode 2014 – 2018). *Industry and Higher Education*, *3*(1), 1689–1699. http://journal.unilak.ac.id/index.php/JIEB/article/view/3845%0Ahttp://dspace.uc.ac.id/handle/123456789/1288

Anggraeni, S. B., Paramita, P. D., & Oemar, A. (2018). Pengaruh Free Cash Flow, Risiko Bisnis, dan Investment Opportunity Set Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Hutang Sebagai Variabel Intervening. *Journal of Accounting*, *4*(4), 1–18.

Augustina, R., & Apriyanto, G. (2020). Study of Capital Structure (IDX 2011-2017): Firm Growth, Firm Size, and CSR Disclosure on Firm Value. *International Research Journal of Advanced Engineering and Science*, *5*(1), 128–133.

Barmin, Haniah; Herlina, E. (2022). *PENGARUH MODAL INTELEKTUAL, ARUS KAS BEBAS DAN PERTUMBUHAN ASET TERHADAP NILAI PERUSAHAAN*. *9*(1), 146–156.

Baseri, S., & Hakaki, A. (2018). Analysis of Financial Leverage , Operating Leverage and Capital Venture Effect on Tobin ’ s Q Ratio of Investment and Holding Companies Listed in Tehran Stock Exchange. *Advance in Mathematical Finance & Applications*, *3*(1), 91–96. http://amfa.iau-

arak.ac.ir/article_539137_fa046549b5bbd76c2df828e0041031ba.pdf

Berry-Stölzle, T. R., & Xu, J. (2018). Enterprise Risk Management and the Cost of Capital. *Journal of Risk and Insurance*, *85*(1), 159–201. https://doi.org/10.1111/jori.12152

Brigham, E. F. dan J. F. H. (2011). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan Buku 2* (11th ed.). Salemba Empat.

Dang, T. D., & Do, T. V. T. (2021). Does capital structure affect firm value in Vietnam? *Investment Management and Financial Innovations*, *18*(1), 33–41. https://doi.org/10.21511/imfi.18(1).2021.03

Dewi dan Wirajaya. (2013). Analisis Pengaruh Struktur Modal, Ukuran Perusahaan Dan Likuiditas Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Profitabilitas Sebagai Variabel Intervening. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 358–372.

Dewi, I. A. M. C., Sari, M. M. R., Budiasih, I. G. A. ., & Suprasto, H. B. (2019). Free cash flow effect towards firm value. *International Research Journal of Management, IT and Social Sciences*, *6*(3), 108–116. https://doi.org/10.21744/irjmis.v6n3.643

Fahmi, I. (2015). *Manajemen Keuangan Perusahaan dan Pasar Modal* (4th ed.). Media Wacana Mitra Penerbit.

Florio, C., & Leoni, G. (2017). Enterprise risk management and firm performance: The Italian case. *British Accounting Review*, *49*(1), 56–74. https://doi.org/10.1016/j.bar.2016.08.003

Harding, J. P., Liang, X., & Ross, S. L. (2013). Bank Capital Requirements, Capital Structure and Regulation. *Journal of Financial Services Research*, *43*(2), 127–148. https://doi.org/10.1007/s10693-011-0127-6

Hermuningsih, S. (2012). Pengaruh Profitabilitas, Size Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Sruktur Modal Sebagai Variabel Intervening. *Jurnal Siasat Bisnis*, *16*(2), 232–242. https://doi.org/10.20885/jsb.vol16.iss2.art8

Hirdinis, M. (2019). Capital structure and firm size on firm value moderated by profitability. *International Journal of Economics and Business Administration*,

7(1), 174–191. https://doi.org/10.35808/ijeba/204

Indrabudiman, A., & Farida, I. (2018). *Relationship of Business Risk , Financial and Performance : Evidence From Indonesia*. *119*(12), 16523–16530.

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

Jannah, L. (2018). *Apakah enterprise risk management disclosure memoderasi pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan?*

Languju, O., Mangantar, M., & H.D.Tasik, H. (2016). Pengaruh Return on Equity, Ukuran Perusahaan, Price Earning Ratio Dan Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan Property and Real Estate Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Berkala Ilmiah Efisiensi*, *16*(2), 387–398.

Mahdaleta, E., Muda, I., & Nasir, G. M. (2016). Effects of Capital Structure and Profitability on Corporate Value with Company Size as the Moderating Variable of Manufacturing Companies Listed on Indonesia Stock Exchange. *Academic Journal of Economic Studies*, *2*(3), 30–43.

Mahendra DJ, A. (2011). *Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan (Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Moderating) Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia*.

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *Journal of Craniomandibular Disorders : Facial & Oral Pain*, *48*(5), 261–297.

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate_income_taxes_and_the_cost_of_c.pdf. In *The American Economic Review* (Vol. 53, Issues 3 (Jun., 1963), pp. 433–443).

Naini, D. I., & Wahidahwati. (2014). Pengaruh Free Cash Flow Dan Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Hutang Dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu & Riset Akuntansi*, *3*(4), 1–17.

Nasr, A. K., Alaei, S., Bakhshi, F., Rasoulyan, F., Tayaran, H., & Farahi, M. (2019). How enterprise risk management (ERM) can affect on short-term and long-term firm performance: Evidence from the Iranian banking system. *Entrepreneurship and Sustainability Issues*, *7*(2), 1387–1403. https://doi.org/10.9770/jesi.2019.7.2(41)

Nekhili, M., Amar, I. F. Ben, Chtioui, T., & Lakhal, F. (2016). Free Cash Flow And Earnings. *The Journal of Applied Business Research*, *32*(1), 255–268.

Obalola, M. A., Akpan, T. I., & Abass, A. (2014). The Relationship between Enterprise Risk Management (ERM) and Organizational Performance: Evidence from Nigerian Insurance Industry. *Research Journal of Finance and Accounting*, *5*(14), 2222–2847.

Oh, H. M., Park, S. B., & Kim, J. H. (2020). Do analysts' cash flow forecasts improve firm value? *International Journal of Financial Studies*, *8*(4), 1–25. https://doi.org/10.3390/ijfs8040060

Putri, P. A. D., & Putra, I. N. W. A. (2017). Pengaruh Free Cash Flow Perusahaan Di Tahap Growth Dan Mature Pada Kebijakan Dividen. *E-Jurnal Akuntansi*, *2017*(1), 87–115.

Rahma, A. (2014). PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL, KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL, DAN UKURAN PERUSAHAAN TERHADAP KEPUTUSAN PENDANAAN DAN NILAI PERUSAHAAN (Studi Kasus Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Priode 2009-2012). *PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL, KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL, DAN UKURAN PERUSAHAAN TERHADAP KEPUTUSAN PENDANAAN DAN NILAI PERUSAHAAN (Studi Kasus Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Priode 2009-2012)*, *23*(2), 45–69. https://doi.org/10.14710/jbs.23.2.45-69

Rantika Sari, A., Hermuningsih, S., & Maulida, A. (2022). Pengaruh keputusan investasi, keputusan pendanaan, profitabilitas, dan tingkat suku bunga (BI Rate) terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur di BEI tahun 2016-2020.

Forum Ekonomi, *24*(1), 1–12. http://journal.feb.unmul.ac.id/index.php/FORUMEKONOMI

S, S., & Machali, M. (2017). The Effect of Asset Structure and Firm Size on Firm Value with Capital Structure as Intervening Variable. *Journal of Business & Financial Affairs*, *06*(04), 4–8. https://doi.org/10.4172/2167-0234.1000298

Safitri, O. N., Handayani, S. R., & Nuzula, N. F. (2014). The Influence of Capital Structure and Proftability on Firm Value (A Study in Retail Companies Listed in Indonesia Stock Exchange 2010-2013 period). *Jurnal Administrasi Bisnis*, *13*(2), 1–19. administrasibisnis.studentjournal.ub.ac.id

Setiadewi, K. A. Y., & Purbawangsa, I. B. A. (2015). PENGARUH UKURAN PERUSAHAAN DAN LEVERAGE Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana , Bali , Indonesia dengan Herawati (2012) yang membuktikan profitabilitas secara signifikan. *Pengaruh Ukuran Perusahaan Dan Leverage Terhadap Profitabilitas Dan Nilai Perusahaan*, 596–609.

Suartawan, I. G. N. P. A., & Yasa, G. W. (2017). Pengaruh Investment Opportunity Set dan Free Cash Flow Pada Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmiah Akuntansi Dan Bisnis*, 63. https://doi.org/10.24843/jiab.2016.v11.i02.p01

Sucuahi, W., & Cambarihan, J. M. (2016). Influence of Profitability to the Firm Value of Diversified Companies in the Philippines. *Accounting and Finance Research*, *5*(2). https://doi.org/10.5430/afr.v5n2p149

Suzulia, M. T., Sudjono, & Saluy, A. B. (2020). *THE EFFECT OF CAPITAL STRUCTURE, COMPANY GROWTH, AND INFLATION ON FIRM VALUE WITH PROFITABILITY AS INTERVENING VARIABLE (STUDY ON MANUFACTURING COMPANIES LISTED ON BEI PERIOD 2014 - 2018)*. *1*(2), 358–372. https://doi.org/10.38035/DIJEFA

Tui, S., Nurnajamuddin, M., Sufri, M., & Nirwana, A. (2017). Determinants of Profitability and Firm Value: Evidence from Indonesian Banks. *IRA-International Journal of Management & Social Sciences (ISSN 2455-2267)*, *7*(1), 84. https://doi.org/10.21013/jmss.v7.n1.p10

Widjaya, P. E., & Sugiarti, Y. (2013). Penerapan Risk Management Untuk Meningkatkan Non-Financial Firm Performance Di Perusahaan Murni Jaya. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Universitas Surabaya*, *2*(1), 1–18. https://media.neliti.com/media/publications/185290-ID-none.pdf

Wiksuana, I., & Wulandari, N. (2017). Peranan Corporate Social Responsibility dalam Memoderasi Pengaruh Profitabilitas, Leverage dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, *6*(3).

Yuliana, T. (2020). Pengaruh Free Cash Flow dan Harga Saham Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Intervening. *Prosiding Seminar Nasional Pakar*, *3*(2), 1–6.