

Enterprise Risk Management (ERM) dan Risiko Gagal Bayar: Analisis Empiris pada BUMN Non-Kuangan di Indonesia

Hidayah Widyaningrum

Universitas Indonesia

hidayahwidyaningrum@gmail.com.

ABSTRACT

This study investigates the impact of Enterprise Risk Management (ERM) on default risk in Indonesian non-financial state-owned enterprises (SOE's). Using 231 firm-year observations from 48 SOEs over the 2019–2023 period, the study employs the System Generalized Method of Moments (System GMM) to address potential endogeneity and dynamic panel bias. The findings show that ERM has a negative and marginally significant effect on default risk, indicating its potential role in improving financial resilience. Additionally, profitability, liquidity, and leverage significantly reduce default risk, whereas corporate governance, firm size, and economic growth exhibit no significant influence. These results underscore the importance of strengthening ERM implementation and integrating it more effectively within the strategic management of SOE's. The study contributes to the literature by providing empirical evidence on ERM's role in mitigating default risk, particularly in state-owned enterprises operating in emerging markets. The findings also offer policy insights for enhancing ERM frameworks and governance practices in financially vulnerable public-sector firms.

Keywords : Corporate Governance, Default Risk, Enterprise Risk Management, State-Owned Enterprises (SOEs), System GMM.

ABSTRAK

Penelitian ini mengkaji pengaruh *Enterprise Risk Management* (ERM) terhadap risiko gagal bayar pada Badan Usaha Milik Negara (BUMN) non-keuangan di Indonesia. Menggunakan 231 observasi *firm-year* dari 48 BUMN selama periode 2019–2023, penelitian ini menerapkan pendekatan *System Generalized Method of Moments* (System GMM) untuk mengatasi potensi endogenitas dan bias data panel dinamis. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ERM berpengaruh negatif dan signifikan secara marginal terhadap risiko gagal bayar, yang mengindikasikan potensi peran ERM dalam meningkatkan ketahanan keuangan perusahaan. Selain itu, profitabilitas, likuiditas, dan *leverage* terbukti secara signifikan menurunkan risiko gagal bayar, sedangkan tata kelola perusahaan, ukuran perusahaan, dan pertumbuhan ekonomi tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan. Temuan ini menekankan pentingnya penguatan implementasi ERM serta integrasinya dalam manajemen strategis BUMN. Penelitian ini memberikan kontribusi terhadap literatur dengan menyajikan bukti empiris mengenai peran ERM dalam mengurangi risiko gagal bayar, khususnya pada BUMN yang beroperasi di pasar negara berkembang. Temuan ini juga memberikan wawasan kebijakan untuk memperkuat kerangka kerja ERM dan praktik tata kelola pada perusahaan sektor publik yang rentan secara finansial.

Kata kunci : Tata Kelola Perusahaan, Risiko Gagal Bayar, Manajemen Risiko Perusahaan, Badan Usaha Milik Negara (BUMN), Sistem GMM.

PENDAHULUAN

Dalam beberapa tahun terakhir, stabilitas keuangan BUMN non-keuangan di Indonesia menghadapi tekanan serius akibat tingginya kewajiban keuangan, *leverage* yang meningkat, serta risiko gagal bayar. Contohnya, PT Waskita Karya mengalami krisis

likuiditas dengan rasio DER mencapai 7,24 dan tunggakan pembayaran kepada vendor sebesar Rp2,7 triliun (Laporan Tahunan Waskita Karya, 2023). Tekanan ini tidak hanya bersumber dari ketidakefisienan operasional, tetapi juga mandat proyek infrastruktur dari pemerintah yang membutuhkan pembiayaan besar, diperburuk oleh dampak COVID-19 dan volatilitas ekonomi (Bank Indonesia, 2023). Kondisi ini menegaskan perlunya penerapan kerangka manajemen risiko yang komprehensif seperti *Enterprise Risk Management* (ERM).

ERM memberikan pendekatan terintegrasi dalam mengidentifikasi, menilai, dan mengelola risiko organisasi (COSO, 2017; ISO 31000, 2018). Bagi BUMN yang menghadapi tekanan politik, regulasi, serta memiliki tanggung jawab strategis nasional, penerapan ERM sangat krusial. Untuk itu, pemerintah telah merumuskan regulasi seperti PER-01/MBU/2011 hingga yang terbaru PER-03/MBU/2023, yang mewajibkan sistem ERM yang terstruktur dan menyatu dalam tata kelola korporat. Studi ini juga mempertimbangkan variabel kontrol seperti *leverage*, profitabilitas, likuiditas, ukuran perusahaan, tata kelola, dan pertumbuhan ekonomi sebagai faktor yang dapat memengaruhi risiko gagal bayar.

Secara teoritis, ERM dipandang dapat menurunkan risiko gagal bayar dengan menekan biaya keagenan dan meningkatkan transparansi (Jensen & Meckling, 1976; Beasley et al., 2019). Kerangka COSO (2017) juga menekankan perlunya integrasi risiko dalam proses pengambilan keputusan strategis. Namun, bukti empiris masih beragam—beberapa studi seperti Lundqvist dan Vilhelmsson (2018) serta Handrawan et al. (2021) menemukan bahwa ERM efektif dalam meningkatkan ketahanan keuangan, sementara Hasan et al. (2021) menunjukkan bahwa pengaruhnya terhadap risiko keuangan tertentu masih terbatas. Oleh karena itu, studi ini bertujuan mengisi kesenjangan tersebut dengan menguji pengaruh ERM terhadap risiko gagal bayar pada BUMN non-keuangan di Indonesia.

Sebagian besar literatur yang ada masih berfokus pada lembaga keuangan, yang memiliki kerangka regulasi dan sistem manajemen risiko yang lebih mapan. Sebaliknya, BUMN non-keuangan di Indonesia menghadapi mandat operasional yang luas, eksposur risiko yang kompleks, dan kerangka tata kelola yang belum sepenuhnya berkembang (Ginting, 2016). Keterlibatan mereka dalam proyek pemerintah yang padat modal dengan pengembalian jangka panjang meningkatkan risiko operasional dan risiko gagal bayar. Berbeda dengan BUMN sektor keuangan yang diawasi ketat, BUMN non-keuangan beroperasi dalam kerangka regulasi yang lebih beragam, sehingga pengawasan dan manajemen risiko menjadi lebih menantang.

Namun, studi empiris mengenai pengaruh ERM terhadap risiko gagal bayar dalam konteks BUMN non-keuangan masih sangat terbatas, meskipun entitas ini memiliki peran strategis dan rentan secara finansial. Penelitian ini bertujuan mengisi kesenjangan tersebut dengan mengajukan pertanyaan: *Apakah implementasi ERM secara signifikan menurunkan risiko gagal bayar pada BUMN non-keuangan di Indonesia setelah mengendalikan faktor keuangan dan makroekonomi?* Untuk menjawabnya, digunakan pendekatan *System Generalized Method of Moments (System GMM)* guna mengatasi potensi endogenitas dan bias dinamis yang sering muncul dalam analisis data panel.

Penelitian ini memberikan kontribusi terhadap literatur dalam tiga aspek utama:

1. Secara teoretis, penelitian ini memperluas penerapan *Agency Theory* dan literatur ERM ke dalam konteks BUMN non-keuangan yang masih kurang banyak dikaji.
2. Secara metodologis, penelitian ini memperkenalkan strategi empiris yang lebih kuat melalui penggunaan pendekatan System GMM.
3. Secara praktis, studi ini memberikan wawasan bagi pembuat kebijakan dan pimpinan korporasi untuk memperkuat kerangka tata kelola risiko dan meningkatkan

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan metode kausal-eksplanatori untuk menganalisis pengaruh *Enterprise Risk Management* (ERM) terhadap risiko gagal bayar (*default risk*) pada BUMN non-keuangan di Indonesia. Analisis data panel digunakan untuk menangkap dinamika antar perusahaan dan waktu, serta mengontrol heterogenitas yang tidak teramati. Variabel kontrol yang digunakan meliputi *leverage*, profitabilitas, likuiditas, ukuran perusahaan, tata kelola perusahaan, dan pertumbuhan ekonomi.

Populasi penelitian mencakup seluruh BUMN non-keuangan yang tercatat di Kementerian BUMN periode 2019–2023. Sampel dipilih secara *purposive*, mencakup perusahaan dari sektor konstruksi, infrastruktur, transportasi, energi, dan manufaktur yang konsisten menerbitkan laporan tahunan dan laporan keuangan selama periode observasi. Perusahaan yang mengalami merger, restrukturisasi, atau tidak memiliki data lengkap dikeluarkan. Sampel akhir terdiri dari 48 perusahaan dengan total 231 observasi *firm-year*, yang datanya diperoleh dari laporan tahunan, laporan keuangan, dan pengungkapan risiko di situs resmi perusahaan.

Model regresi yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$Z_{it} = \beta_0 + \alpha Z_{i,t-1} + \beta_1 ERM_{it} + \beta_2 DER_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 CR_{it} + \beta_5 Size_{it} + \beta_6 GCG_{it} + \beta_7 GDP_{it} + u_i + \epsilon_{it} \dots \dots \dots (1)$$

Variabel dan Pengukuran

Variabel Dependen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah risiko gagal bayar (*default risk*), yang diukur menggunakan model *Altman Z''-Score* (1995). Model ini secara khusus dikembangkan untuk perusahaan non-publik dan perusahaan di negara berkembang (Altman et al., 1995). *Z''-Score* secara luas diakui sebagai alat yang efektif dalam menilai kesehatan keuangan perusahaan dan memprediksi risiko kebangkrutan, khususnya bagi perusahaan yang tidak diperdagangkan secara publik, seperti BUMN non-keuangan di Indonesia.

Model *Altman Z''-Score* dirumuskan sebagai berikut:

$$Z'' = 6.56X_1 + 3.26X_2 + 6.72X_3 + 1.05X_4 \dots \dots \dots (2)$$

Model *Altman Z''-Score* dipilih karena menyediakan kerangka evaluasi yang sederhana namun efektif untuk menilai kondisi tekanan keuangan pada perusahaan non-publik, menjadikannya sangat relevan bagi BUMN yang tidak memiliki data pasar terbuka (Altman, 2000). Selain itu, penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa model ini efektif digunakan di negara berkembang, di mana struktur keuangan dan eksposur risiko berbeda

dengan negara maju (Shumway, 2001). Bukti empiris terbaru dari Indonesia juga menegaskan relevansi model *Z-score* dalam menilai kerentanan keuangan perusahaan. Sebagai contoh, Asher et al. (2025) juga menggunakan model *Z-score* untuk mengevaluasi tekanan keuangan pada perusahaan terbuka, sehingga memperkuat validitas dan aplikabilitasnya dalam konteks korporasi di Indonesia.

Variabel Independen

Enterprise Risk Management (ERM) merupakan kerangka kerja terstruktur yang mengintegrasikan proses identifikasi, penilaian, dan mitigasi risiko ke dalam kegiatan strategis dan operasional perusahaan. ERM memperkuat ketahanan organisasi dengan memungkinkan perusahaan untuk mengelola ketidakpastian dan menjaga stabilitas keuangan. Meskipun beberapa studi sebelumnya mengukur ERM melalui keberadaan *Chief Risk Officer* (Hoyt dan Liebenberg, 2011) atau melalui kualitas pengungkapan risiko (Horvey dan Odei-Mensah, 2023), penelitian ini menggunakan metode skor komposit yang disusun berdasarkan panduan dari COSO (2017) dan ISO 31000 (2018).

Implementasi ERM dievaluasi melalui empat dimensi utama, yaitu:

1. Kebijakan Manajemen Risiko (skor 0–1),
2. Struktur Organisasi, termasuk keberadaan unit/divisi risiko atau komite risiko,
3. Kapasitas Sumber Daya Manusia, yang dinilai berdasarkan pelatihan atau sertifikasi terkait manajemen risiko,
4. Pengungkapan Risiko, yang mencakup identifikasi risiko utama, strategi mitigasi, serta penggunaan anggaran berbasis risiko atau teknologi.

Total skor ERM berkisar antara 0 hingga 4, yang mencerminkan tingkat implementasi ERM dalam suatu perusahaan.

Studi-studi sebelumnya menunjukkan bahwa adopsi *Enterprise Risk Management* (ERM) dapat meningkatkan ketahanan keuangan perusahaan dengan cara mengurangi eksposur terhadap tekanan keuangan. Callahan dan Soileau (2017) serta Lundqvist (2016) menekankan bahwa ERM berperan penting dalam memitigasi risiko gagal bayar melalui pengawasan dan pengendalian yang lebih baik. Di negara berkembang, Horvey dan Odei-Mensah (2023) menemukan bahwa sistem ERM yang matang mampu mendukung pengelolaan risiko kredit dan likuiditas secara lebih efektif. Hal ini sejalan dengan temuan Devi et al. (2017) di Indonesia, yang menunjukkan bahwa pengungkapan ERM yang kuat berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, mencerminkan tata kelola risiko yang lebih solid. Berdasarkan temuan-temuan tersebut, penelitian ini mengajukan hipotesis bahwa semakin tinggi skor implementasi ERM, semakin rendah risiko gagal bayar yang dihadapi perusahaan.

Variabel Kontrol

Profitabilitas

Profitabilitas diukur menggunakan *Return on Assets* (ROA), yang mencerminkan efisiensi perusahaan dalam menghasilkan laba dari aset yang dimiliki. ROA yang lebih tinggi menunjukkan kekuatan modal internal dan ketahanan keuangan yang lebih baik. Ross, Westerfield, dan Jordan (2021) menekankan bahwa ROA merupakan indikator kunci dalam

menilai efektivitas penggunaan aset dan potensi risiko gagal bayar. Penelitian terbaru oleh Bet et al. (2023) dan Chan-Lau et al. (2024) juga mengonfirmasi bahwa ROA merupakan prediktor signifikan dalam model tekanan keuangan (*financial distress*), yang memperkuat perannya dalam pemantauan risiko secara dinamis.

Likuiditas

Likuiditas diukur menggunakan *Current Ratio (CR)*, yaitu perbandingan antara aset lancar dan kewajiban lancar, untuk menilai kesehatan keuangan jangka pendek perusahaan. Ross, Westerfield, dan Jordan (2021) menyoroti CR sebagai indikator utama likuiditas. Studi empiris oleh Diyanto (2020) dan Li (2024) menunjukkan bahwa CR yang lebih tinggi dapat menurunkan risiko tekanan keuangan, sedangkan CR rendah (di bawah 1,0) secara signifikan meningkatkan kemungkinan gagal bayar, menegaskan pentingnya likuiditas yang memadai.

Leverage

Leverage diukur menggunakan *Debt to Equity Ratio (DER)*, yang menunjukkan proporsi utang terhadap ekuitas pemegang saham. Ross, Westerfield, dan Jordan (2021) menjelaskan bahwa DER yang tinggi meningkatkan risiko keuangan karena adanya beban kewajiban tetap yang lebih besar. Penelitian oleh Nursyamsiah dan Wahyuni (2024) serta Arhinful dan Radmehr (2023) membuktikan bahwa DER yang tinggi secara signifikan meningkatkan risiko tekanan keuangan, menjadikannya indikator penting dalam mengukur risiko gagal bayar, khususnya dalam kondisi ekonomi yang bergejolak.

Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan (*Firm Size*) diukur menggunakan logaritma natural dari total aset (*Ln Total Assets*) untuk menyesuaikan perbedaan skala antar perusahaan. Perusahaan yang lebih besar cenderung memiliki fleksibilitas keuangan yang lebih tinggi, akses yang lebih baik ke pasar kredit, dan praktik manajemen risiko yang lebih kuat, sehingga lebih kecil kemungkinannya untuk mengalami gagal bayar (Titman & Wessels, 1988). Penelitian oleh Juniarsi et al. (2023) dan Yildirim et al. (2018) menunjukkan bahwa perusahaan besar lebih tahan terhadap guncangan keuangan karena kemampuannya dalam mendapatkan pendanaan alternatif dan menerapkan sistem manajemen risiko yang lebih canggih.

Tata Kelola Perusahaan (*Corporate Governance*)

Good Corporate Governance (GCG) dalam penelitian ini diukur berdasarkan skor penilaian yang mengacu pada Peraturan Menteri BUMN No. SK-16/S.MBU/2012, yang mengevaluasi lima prinsip utama: transparansi, akuntabilitas, tanggung jawab, independensi, dan kewajaran. Tata kelola yang efektif memperkuat pengawasan risiko dan membantu mengurangi tekanan keuangan perusahaan. Yousaf et al. (2024) menemukan bahwa independensi dewan dan konsentrasi kepemilikan dapat menurunkan risiko gagal bayar melalui peningkatan akuntabilitas. Demikian pula, Puspaningsih et al. (2024) menunjukkan bahwa keberadaan dewan independen menurunkan risiko tekanan keuangan pada perusahaan Indonesia, sementara ukuran dewan yang terlalu besar justru dapat

meningkatkan risiko tersebut. Dengan demikian, kualitas tata kelola memainkan peran penting dalam memperkuat stabilitas keuangan perusahaan, tidak hanya sebagai bentuk kepatuhan formal, tetapi juga sebagai instrumen pengendalian risiko yang strategis.

Pertumbuhan Ekonomi (*Economic Growth*)

Pertumbuhan ekonomi, diukur melalui tingkat pertumbuhan tahunan PDB, digunakan sebagai variabel kontrol makroekonomi karena mencerminkan stabilitas pasar dan peluang pendapatan yang memengaruhi ketahanan keuangan perusahaan. Ginting (2016) menunjukkan bahwa pertumbuhan ekonomi yang stabil menurunkan risiko gagal bayar, sementara Brunnermeier et al. (2020) menegaskan pengaruh signifikan kondisi makroekonomi terhadap risiko sistemik. Wahyuningsih (2022) juga menyoroti bahwa PDB dapat mencerminkan dampak gangguan besar seperti pandemi COVID-19, sehingga pertumbuhan PDB dianggap sebagai indikator komprehensif tanpa perlu tambahan variabel *dummy* pandemi dalam model ini.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil regresi disajikan dalam Tabel 1 di bawah:

Tabel 1. Hasil Regresi System GMM (Two-Step, Windmeijer Corrected)

Variabel	Koefisien	P> t
Lag Z	0,6756***	0,0010
ERM	0,3753*	0,0990
ROA	8,2529***	0,0000
DER	0,0355**	0,0100
CR	0,8900**	0,0140
GCG	-1,3124	0,6850
Size	0,03147	0,6360
GDP	-0,0178	0,3740
Cons	-0,9453	0,7320

Notes: *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$. Standard errors are Windmeijer-corrected.

Estimasi *System GMM two-step* dengan koreksi Windmeijer menghasilkan hasil yang robust dan efisien. Variabel dependen tertinggal (Lag Z) signifikan positif ($\beta = 0,676$; $p < 0,01$), menunjukkan persistensi risiko gagal bayar dari waktu ke waktu. Implementasi ERM menunjukkan hubungan positif dan signifikan secara marginal terhadap skor Z ($\beta = 0,375$; $p < 0,10$), mendukung hipotesis pertama dan sejalan dengan *Agency Theory* (Jensen & Meckling, 1976) serta prinsip COSO (2017). Profitabilitas (ROA) juga signifikan positif ($\beta = 8,253$; $p < 0,01$), mengindikasikan bahwa perusahaan yang lebih menguntungkan memiliki risiko gagal bayar lebih rendah, sebagaimana didukung oleh Nocco & Stulz (2006) dan Shetty & Vincent (2024).

Likuiditas (CR) menunjukkan hubungan positif dan signifikan ($\beta = 0,890$; $p < 0,05$), mendukung pentingnya likuiditas dalam menjaga kesehatan keuangan (Smithson & Simkins, 2005). Namun, *leverage* (DER) justru signifikan positif ($\beta = 0,036$; $p < 0,01$), bertentangan dengan teori klasik tetapi sejalan dengan Teori Kontingensi (Gordon et al.,

2009), di mana dukungan pemerintah terhadap BUMN dapat mengurangi risiko dari utang tinggi. Sementara itu, variabel kontrol lainnya seperti GCG, ukuran perusahaan, dan pertumbuhan PDB tidak signifikan, menunjukkan bahwa stabilitas keuangan BUMN lebih ditentukan oleh indikator internal daripada faktor eksternal atau tata kelola formal.

Pengaruh Implementasi ERM terhadap Risiko Gagal Bayar

Hasil regresi menunjukkan bahwa *Enterprise Risk Management* (ERM) memiliki pengaruh negatif dan signifikan secara marginal terhadap risiko gagal bayar ($p = 0,0909$). Koefisien positif terhadap skor Altman Z menunjukkan bahwa peningkatan kualitas implementasi ERM berkontribusi terhadap perbaikan kesehatan keuangan perusahaan, sehingga menurunkan probabilitas tekanan keuangan. Temuan ini mendukung hipotesis bahwa praktik ERM yang lebih kuat berkorelasi dengan risiko gagal bayar yang lebih rendah, khususnya pada perusahaan milik negara (*State-Owned Enterprises / SOEs*).

Hasil ini sejalan dengan studi sebelumnya. Lundqvist dan Vilhelmsson (2016) menemukan bahwa ERM dapat menurunkan *spread credit default swap* pada lembaga keuangan, sementara Handrawan et al. (2021) dan Luthfiyanti & Dahlia (2020) menunjukkan peran ERM dalam memperkuat ketahanan keuangan. Namun, berbeda dengan studi yang berfokus pada sektor keuangan yang sangat teregulasi, penelitian ini menyoroti efektivitas ERM dalam konteks yang lebih heterogen, yaitu BUMN non-keuangan, di mana adopsi ERM lebih bergantung pada komitmen internal dan kapasitas organisasi dibandingkan tekanan regulasi eksternal (Widyastuti, 2020).

Tingkat signifikansi statistik yang relatif lemah dapat mencerminkan ketimpangan dalam implementasi ERM antar BUMN. Beberapa perusahaan telah mengintegrasikan ERM ke dalam perencanaan strategis, sementara lainnya masih memperlakukannya sebagai kewajiban administratif semata. Ketimpangan ini melemahkan efek agregat dalam model, meskipun arah hubungan tetap konsisten dengan teori.

ERM membantu mengurangi risiko gagal bayar melalui identifikasi dini ancaman keuangan, peningkatan transparansi, dan strategi mitigasi yang proaktif. Melalui tata kelola risiko yang terstruktur, ERM juga mendorong disiplin keuangan, terutama dalam pengelolaan likuiditas dan *leverage*, dua elemen penting dalam menjaga solvabilitas. Selain itu, dengan adanya dukungan regulasi seperti PER-11/MBU/2021 dan PER-2/MBU/03/2023, tekanan kelembagaan untuk memperkuat sistem manajemen risiko di lingkungan BUMN semakin meningkat—meskipun hasil akhirnya tetap sangat bergantung pada implementasi di tingkat perusahaan.

Dengan demikian, temuan ini menegaskan bahwa ERM, jika diimplementasikan secara efektif, dapat berfungsi sebagai alat strategis untuk menurunkan risiko gagal bayar pada BUMN. Namun, manfaat ini tidak dapat dicapai hanya melalui regulasi. Diperlukan komitmen manajemen puncak, penyelarasan dengan strategi bisnis, serta integrasi dalam proses operasional harian. Ke depan, perusahaan harus fokus tidak hanya pada kepatuhan, tetapi juga pada kualitas dan kedalaman eksekusi ERM, untuk menjamin ketahanan keuangan jangka panjang.

Pengaruh Variabel Kontrol

Profitabilitas (ROA)

Profitabilitas terbukti memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap skor Altman Z, yang menandakan bahwa perusahaan yang mampu menghasilkan laba secara efisien cenderung memiliki risiko gagal bayar yang lebih rendah. ROA yang tinggi mencerminkan efisiensi operasional dan kekuatan arus kas internal, yang memungkinkan perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangannya tanpa ketergantungan tinggi pada pembiayaan eksternal. Dengan demikian, profitabilitas menjadi fondasi strategis dalam memperkuat ketahanan keuangan, khususnya bagi BUMN di sektor padat modal.

Likuiditas (CR):

Likuiditas yang diukur melalui *Current Ratio* juga menunjukkan pengaruh positif dan signifikan terhadap skor Altman Z, mengindikasikan bahwa perusahaan dengan cadangan aset lancar yang memadai lebih mampu menghindari tekanan keuangan. CR yang tinggi memfasilitasi pemenuhan kewajiban jangka pendek secara tepat waktu, menjaga kepercayaan kreditor, serta mengurangi kebutuhan pembiayaan jangka pendek yang mahal. Meski demikian, manajemen likuiditas perlu seimbang agar tidak menimbulkan inefisiensi akibat penumpukan aset tidak produktif.

Leverage (DER):

Secara tidak terduga, leverage memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap skor Altman Z, menunjukkan bahwa BUMN dengan utang lebih tinggi justru cenderung menghadapi risiko gagal bayar yang lebih rendah. Temuan ini mencerminkan karakteristik kelembagaan BUMN Indonesia, yang seringkali memperoleh dukungan pemerintah dan pendapatan stabil, sehingga mampu mengelola utang secara strategis. Namun, *leverage* tetap perlu dikelola secara hati-hati dan dikaitkan dengan investasi produktif agar tidak menimbulkan tekanan keuangan di masa depan.

Good Corporate Governance (GCG):

GCG tidak menunjukkan pengaruh signifikan terhadap risiko gagal bayar, yang mungkin disebabkan oleh keseragaman penerapan kerangka tata kelola yang lebih menitikberatkan pada kepatuhan administratif ketimbang efektivitas substantif. Meskipun secara teoritis GCG penting dalam mengurangi risiko keuangan, dalam praktiknya, pengaruhnya dapat menjadi terbatas jika tidak diikuti dengan integrasi pengawasan risiko yang kuat dalam proses pengambilan keputusan strategis dan keuangan perusahaan.

Ukuran Perusahaan (Size):

Ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap risiko gagal bayar, menandakan bahwa skala operasi tidak secara langsung menentukan ketahanan keuangan BUMN di Indonesia. Hal ini terjadi karena sebagian besar BUMN, besar maupun kecil, beroperasi dalam lingkungan kelembagaan yang seragam dan menerima dukungan pemerintah yang relatif setara. Oleh karena itu, penilaian risiko lebih tepat difokuskan pada indikator keuangan internal seperti profitabilitas dan likuiditas.

Pertumbuhan Ekonomi (GDP Growth):

Pertumbuhan PDB tidak berpengaruh signifikan terhadap risiko gagal bayar pada BUMN non-keuangan, karena banyak BUMN berada di sektor strategis yang relatif terlindungi dari fluktuasi ekonomi makro. Intervensi pemerintah melalui subsidi, jaminan, dan kontrak jangka panjang membantu menstabilkan kinerja keuangan BUMN terlepas dari kondisi makroekonomi. Oleh karena itu, ketahanan keuangan lebih bergantung pada efisiensi internal dan kebijakan kelembagaan dibanding dinamika pertumbuhan ekonomi nasional.

KESIMPULAN

Penelitian ini mengkaji pengaruh *Enterprise Risk Management* (ERM) terhadap risiko gagal bayar pada BUMN non-keuangan di Indonesia selama periode 2019–2023. Hasil analisis menunjukkan bahwa ERM memiliki pengaruh negatif yang signifikan secara marginal terhadap risiko gagal bayar, menandakan bahwa implementasi manajemen risiko yang komprehensif berpotensi meningkatkan ketahanan keuangan perusahaan. Selain itu, profitabilitas dan likuiditas terbukti secara konsisten menurunkan risiko gagal bayar, sementara leverage menunjukkan hubungan signifikan yang tidak terduga—kemungkinan dipengaruhi oleh dukungan struktural dan institusional dari pemerintah terhadap BUMN. Sebaliknya, variabel seperti Good Corporate Governance (GCG), ukuran perusahaan, dan pertumbuhan PDB tidak menunjukkan pengaruh signifikan, yang mengindikasikan bahwa stabilitas keuangan BUMN lebih dipengaruhi oleh kinerja internal dan dukungan pemerintah daripada oleh faktor eksternal atau struktural lainnya.

Meskipun memberikan kontribusi penting dalam memahami determinan risiko gagal bayar pada BUMN, penelitian ini memiliki keterbatasan, terutama dari sisi periode observasi yang relatif pendek dan ruang lingkup yang terbatas pada satu kategori institusi di Indonesia. Oleh karena itu, studi lanjutan disarankan untuk memperluas jangka waktu analisis, mengeksplorasi pengaruh jangka panjang ERM, serta mengkaji hubungan antara praktik manajemen risiko dan tata kelola perusahaan secara lebih mendalam. Penelitian lintas sektor atau lintas negara juga dapat memperkaya pemahaman dan memungkinkan generalisasi temuan. Sebagai implikasi kebijakan, penguatan praktik ERM yang substantif—tidak hanya bersifat administratif—perlu menjadi prioritas dalam reformasi pengawasan BUMN, guna mendukung keberlanjutan keuangan sektor publik dalam jangka panjang.

DAFTAR PUSTAKA

- Altman, E. I. 1968. Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4), 589-609. <https://doi.org/10.2307/2978933>
- Altman, E. I. 2000. Predicting financial distress of companies: Revisiting the Z-score and Zeta models. *Journal of Banking & Finance*, 26(5), 1291-1315. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(99\)00042-5](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(99)00042-5)
- Altman, E. I., Hartzell, J., and Peck, M. 1995. Emerging market corporate bonds—A scoring system. *The Euromoney International Debt Capital Markets Handbook*. Euromoney Publications.

Economic Reviews Journal

Volume 4 Nomor 3 (2025) 1237 – 1250 E-ISSN 2830-6449

DOI: 10.56709/mrj.v4i3.843

- Andersen, T. J., Garvey, M. D., & Van Der Stede, W. A. (2023). Enhancing public sector enterprise risk management through dynamic adaptive risk governance. *Frontiers in Research Metrics and Analytics*, 8, 1239447. <https://doi.org/10.3389/frma.2023.1239447>
- Arhinful, R., & Radmehr, M. (2023). The impact of financial leverage on the financial performance of the firms listed on the Tokyo Stock Exchange. *SAGE Open*, 13(4), 21582440231204099. <https://doi.org/10.1177/21582440231204099>
- Asher, S., Meythi, M., Martusa, R., & Rapina, R. (2025). The impact of cost leadership on financial distress mediated by environmental, social, and governance. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, 22(1), 1–22. <https://doi.org/10.7454/jaki.v22i1.1939>
- Bank Indonesia. 2023. *Laporan Stabilitas Keuangan Indonesia 2023*. Retrieved from www.bi.go.id
- Barata Indonesia. 2023. *Annual Report 2023*. Retrieved from www.barata.id
- Barboza, F., and Altman, E. I. 2024. Predicting financial distress in Latin American companies: A comparative analysis of logistic regression and random forest models. *North American Journal of Economics and Finance*, 72, 102158.
- Baxter, N. D. 1967. Leverage, risk of ruin and the cost of capital. *The Journal of Finance*, 22(3), 395–403. <https://doi.org/10.2307/2978890>
- Beasley, M. S., Branson, B. C., and Hancock, B. V. 2019. *Developing key risk indicators to strengthen enterprise risk management: How key risk indicators can improve risk oversight and increase risk intelligence*. Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO).
- Beasley, M., Clune, R., and Hermanson, D. R. 2005. Enterprise risk management: An empirical analysis of factors associated with the extent of implementation. *Journal of Accounting and Public Policy*, 24(6), 521–531. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2005.10.001>
- Beaver, W. H., Correia, M., and McNichols, M. F. 2012. Do differences in financial reporting attributes impair the predictive ability of financial ratios for bankruptcy? *Review of Accounting Studies*, 17(4), 969–1010. <https://doi.org/10.1007/s11142-012-9196-1>
- Bernanke, B. S., Gertler, M., and Gilchrist, S. 1999. The financial accelerator in a quantitative business cycle framework. In J. B. Taylor and M. Woodford (Eds.), *Handbook of macroeconomics* (Vol. 1, pp. 1341–1393). Elsevier. [https://doi.org/10.1016/S1574-0048\(99\)10034-X](https://doi.org/10.1016/S1574-0048(99)10034-X)
- Bet, G., Dainelli, F., & Fabrizi, E. (2023). The financial health of a company and the risk of its default: Back to the future. *Journal of Financial Stability*, 100981. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2023.100981>
- Blundell, R., and Bond, S. 1998. Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87(1), 115–143. [https://doi.org/10.1016/S0304-4076\(98\)00009-8](https://doi.org/10.1016/S0304-4076(98)00009-8)
- Brunnermeier, M. K., Sockin, M., and Xiong, W. 2020. China's model of managing the financial system. *American Economic Review*, 110(4), 1136–1163. <https://doi.org/10.1257/aer.20180438>

Economic Reviews Journal

Volume 4 Nomor 3 (2025) 1237 – 1250 E-ISSN 2830-6449

DOI: 10.56709/mrj.v4i3.843

- Budianto, B., & Setiawan, D. (2021). Pengaruh variabel keuangan & non-keuangan terhadap financial distress pada BUMN Indonesia. *Jurnal Kompartemen*, 19(2), 123–135.
- Callahan, C., and Soileau, J. S. 2017. Does enterprise risk management enhance operating performance? *Advances in Accounting*, 37, 122–139. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2017.01.001>
- Campbell, J. Y., Hilscher, J., and Szilagyi, J. 2008. In search of distress risk. *The Journal of Finance*, 63(6), 2899–2939. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01416.x>
- Chan-Lau, J. A., Hu, R., Mungo, L., Qu, R., Xin, W., & Zhong, C. (2024). *Monitoring privately-held firms' default risk in real time: A signal-knowledge transfer learning model* (IMF Working Paper No. 2024/115). International Monetary Fund. <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WP/2024/English/wpiea2024115-print-pdf.ashx>
- Charalambakis, E. C., Espenlaub, S. K., & Garrett, I. (2023). On the impact of financial distress on capital structure: The role of leverage dynamics. *Manchester Business School Working Paper*. Retrieved from https://research.manchester.ac.uk/files/33424011/full_text.pdf
- COSO. 2017. *Enterprise Risk Management—Integrating with Strategy and Performance*. Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission.
- Devi, S., Budiasih, I. G. N., & Badera, I. D. N. (2017). Pengaruh pengungkapan enterprise risk management dan pengungkapan intellectual capital terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, 14(1), 20–45. <https://doi.org/10.21002/jaki.2017.02>
- Diyanto, V. (2020). *The effect of liquidity, leverage and profitability on financial distress*. Indonesian Journal of Economics, Social, and Humanities, 1(2), 127–136
- Ellul, A., and Yerramilli, V. 2013. Stronger risk controls, lower risk: Evidence from U.S. bank holding companies. *Journal of Finance*, 68(5), 1757–1803. <https://doi.org/10.1111/jofi.12057>
- Fitch Ratings. (2023). Indonesian SOE Contractors' Funding Challenges to Persist in Near Term. Retrieved from <https://www.fitchratings.com/research/corporate-finance/indonesian-soe-contractors-funding-challenges-to-persist-in-near-term-30-08-2023>
- Fitrilia, A. D., & Nilwan, A. (2025). The Effect of Current Ratio and Debt to Equity Ratio on Net Profit Margin: Empirical Study on Companies in the Plastics and Packaging Sub-Sector for the Period 2021–2023 Listed on the IDX. *International Journal of Accounting, Management, Economics and Social Sciences*, 3(1).
- Florio, C., and Leoni, G. 2017. Enterprise risk management and firm performance: The Italian case. *The British Accounting Review*, 49(1), 56–74. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2016.08.003>
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important? *Financial Management*, 38(1), 1–37.
- Ghozaly, M. R., and Dewi, N. W. Y. 2024. Pengaruh good corporate governance dan kinerja keuangan terhadap financial distress akibat pandemi Covid-19 pada perusahaan

Economic Reviews Journal

Volume 4 Nomor 3 (2025) 1237 – 1250 E-ISSN 2830-6449

DOI: 10.56709/mrj.v4i3.843

- properties dan real estate yang terdaftar di BEI pada tahun 2019–2022. *Vokasi: Jurnal Riset Akuntansi*, 13(1), 127-132
- Ginting, R. 2016. Risk management in Indonesian state-owned enterprises: Challenges and opportunities. *Indonesian Journal of Business and Entrepreneurship*, 2(3), 184-194. <https://doi.org/10.17358/ijbe.2.3.184>
- Gordon, L. A., Loeb, M. P., and Tseng, C. Y. 2009. Enterprise risk management and firm performance: A contingency perspective. *Journal of Accounting and Public Policy*, 28(4), 301-327. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2009.06.006>
- Gupta, P., and Sharma, A. M. 2019. Liquidity risk management in emerging economies: Evidence from Indian banking sector. *Global Finance Journal*, 42, 100469. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2019.100469>
- Handrawan, W., Sunaryo, I., and Anwar, M. 2021. The effect of enterprise risk management on the soundness of banking companies in Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 25(2), 295-311. <https://doi.org/10.26905/jkdp.v25i2.5624>
- Hasan, N. N., Rahmadini, F., & Dariyah. (2021). Penerapan Enterprise Risk Management terhadap Risiko Perbankan. *Mizania: Jurnal Ekonomi dan Akuntansi*, 1(2), 67–84. Retrieved from journal.unusia.ac.id
- Horvey, R., and Odei-Mensah, J. 2023. Enterprise risk management: an institutional work perspective. *Journal of Risk Research*. <https://doi.org/10.1080/13669877.2023.2165632>
- Hoyt, R. E., and Liebenberg, A. P. 2011. The value of enterprise risk management. *Journal of Risk and Insurance*, 78(4), 795-822. <https://doi.org/10.1111/j.1539-6975.2011.01413.x>
- ISO 31000. 2018. *Risk Management—Guidelines*. International Organization for Standardization.
- Jensen, M. C., and Meckling, W. H. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Juniarsi, K., Kalsum, U., and Yamaly, S. 2023. Pengaruh ukuran perusahaan dan financial distress terhadap nilai perusahaan pada perusahaan perbankan konvensional yang terdaftar di bursa efek indonesia. *Journal of Management Small and Medium Enterprises (SME's)*, 16(3), 557-569. <https://ejurnal.undana.ac.id/index.php/JEM/article/view/10843>
- Kristorio, K., & Wany, E. (2025). The Effect of Profitability, Liquidity, and Leverage on Financial Distress with Company Size as a Moderating Variable in Infrastructure, Utility, and Transportation Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange from 2019 to 2023. *Jurnal Indonesia Sosial Sains*, 6(3), 625–639.
- Lawrence, P. R., and Lorsch, J. W. 1967. *Organization and environment: Managing differentiation and integration*. Harvard Business School Press.
- Li, Y. (2024). Liquidity ratios and corporate failures. *Accounting & Finance*, 64(1), 1111–1134. <https://doi.org/10.1111/acfi.13174>

Economic Reviews Journal

Volume 4 Nomor 3 (2025) 1237 – 1250 E-ISSN 2830-6449

DOI: 10.56709/mrj.v4i3.843

- Lundqvist, S. A. 2015. Why firms implement risk governance—Stepping beyond traditional risk management to enterprise risk management. *Journal of Accounting and Public Policy*, 34(5), 441-466. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2015.05.002>
- Lundqvist, S. A. 2016. An exploratory study of enterprise risk management: Pillars, ERM components, and firm performance. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 31(3), 393-429. <https://doi.org/10.1177/0148558X15598452>
- Lundqvist, S. A., and Vilhelmsson, A. 2018. Enterprise risk management and default risk: Evidence from the banking industry. *Journal of Risk and Insurance*, 85(2), 447-478. <https://doi.org/10.1111/jori.12151>
- Manan, M. A., & Hasnawati, S. (2022). *Pengaruh Good Corporate Governance terhadap Financial Distress yang dikontrol oleh Ukuran Perusahaan pada Perusahaan Industri Sektor Manufaktur di Indonesia*. *Jurnal Akuntansi, Keuangan, dan Manajemen*, 3(4), 279-292. <https://doi.org/10.35912/jakman.v3i4.1197>
- Metaxas, T., and Romanopoulos, G. 2023. A literature review on the financial determinants of hotel default. *Journal of Risk and Financial Management*, 16(7), 323. <https://doi.org/10.3390/jrfm16070323>
- Ministry of SOEs. 2023. *PER-2/MBU/03/2023: Enterprise Risk Management Implementation in Indonesian SOEs*. Ministry of State-Owned Enterprises, Indonesia.
- Nocco, B. W., and Stulz, R. M. 2006. Enterprise risk management: Theory and practice. *Journal of Applied Corporate Finance*, 18(4), 8-20. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2006.00106.x>
- Nursyamsiah, & Wahyuni, P. D. (2024). The effect of current ratio, debt to equity ratio and sales growth on financial distress. *Journal of Accounting and Finance Management*, 5(2), 71-80. <https://doi.org/10.38035/jafm.v5i2.362>
- Pakpahan, E. Y. 2024. Pengaruh good corporate governance terhadap kinerja keuangan pada perusahaan perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2016-2021. Undergraduate thesis, Universitas Medan Area.
- Rahman, A., Deliana, D., & Riswanto, R. (2022). Prediction of financial distress with financial ratio analysis. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 23(2), 162-174.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2021). *Fundamentals of corporate finance* (13th ed.). McGraw-Hill Education.
- Sari, W. P., & Astuti, R. (2020). Pengaruh profitabilitas terhadap financial distress pada perusahaan BUMN sektor manufaktur. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 15(1), 45-56.
- Sayidah, N., & Assagaf, A. (2024). Assessing Variables Affecting the Financial Distress of State-Owned Enterprises in Indonesia: Empirical Study in Non-Financial Sector. *ResearchGate*.
- Shetty, S. H., and Vincent, N. T. 2024. Corporate default prediction model: Evidence from the Indian industrial sector. *Vision*, 28(3), 344-360. <https://doi.org/10.1177/09722629211036207>
- Shumway, T. 2001. Forecasting bankruptcy more accurately: A simple hazard model. *The Journal of Business*, 74(1), 101-124. <https://doi.org/10.1086/209665>

Economic Reviews Journal

Volume 4 Nomor 3 (2025) 1237 – 1250 E-ISSN 2830-6449

DOI: 10.56709/mrj.v4i3.843

- Singh, D., and Singla, H. K. 2024. Default risk and stock returns: Evidence from the Indian corporate sector. *Vision*, 27(3), 347-359.
<https://doi.org/10.1177/09722629211036207>
- Sitepu, L. A. B. R., Yuliusman, Y., & Kusumastuti, R. (2024). Influence of financial performance on financial distress with company value as an intervening variable. *International Journal of Multidisciplinary Approach Research and Science*, 2(3), 1191-1205
- Wahyuningsih, T. 2022. The impact of covid-19 pandemic on indonesia's economic growth. *Journal of Economic Perspectives*, 36(2), 45-60.
- Waskita Karya. 2023. *Annual Report 2023*. Retrieved from www.waskita.co.id
- Yildirim, E., Masih, M., and Bacha, O. I. 2018. Determinants of corporate default risk in emerging markets: A case study of Turkey. *Emerging Markets Review*, 37, 194-211.
<https://doi.org/10.1016/j.ememar.2018.08.006>