

BAB II

KAJIAN PUSTAKA, KERANGKA PIKIR DAN HIPOTESIS

2.1. Kajian Pustaka

2.1.1. Volume Penjualan

2.1.1.1. Definisi Volume Penjualan

Secara fundamental, volume penjualan merepresentasikan total kuantitas barang maupun layanan yang sukses didistribusikan oleh entitas bisnis kepada pelanggannya dalam kurun waktu yang spesifik. Dalam konteks perusahaan sektor kelistrikan, indikator ini tidak hanya mencerminkan keberhasilan penjualan, tetapi juga menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kebutuhan energi listrik masyarakat secara berkelanjutan.

Kotler dan Armstrong (2016: 36) menjelaskan bahwa volume penjualan berfungsi sebagai tolak ukur krusial dalam mengevaluasi efektivitas performa pemasaran, karena *sales volume reflects how well the firm's offerings are accepted by customers in the marketplace*. Pernyataan tersebut menegaskan bahwa tingginya volume penjualan menunjukkan adanya penerimaan sekaligus tingkat keyakinan pelanggan atas kualitas barang atau jasa yang disediakan oleh perusahaan.

Sejalan dengan hal tersebut, Kotler dan Keller (2016: 27) menyatakan bahwa penjualan merupakan hasil dari proses berkelanjutan dalam memahami kebutuhan pasar, di mana *sales outcomes are the result of delivering superior value that satisfies customer needs*. Dengan demikian, peningkatan volume penjualan dapat dipandang sebagai bukti bahwa perusahaan mampu menghadirkan layanan yang relevan dan berkualitas sesuai dengan kebutuhan konsumen.

Dalam perspektif manajemen pemasaran modern, volume penjualan dipandang sebagai indikator performa strategis yang melampaui sekadar angka akumulasi, di mana Hooley et al. (2020: 42) menegaskan bahwa, *Sales volume is more than a simple cumulative total; it serves as a core metric for assessing the effectiveness of marketing strategies in successfully reaching and fulfilling market demand* Pandangan ini menekankan bahwa volume penjualan adalah instrumen evaluasi utama atas keberhasilan perusahaan dalam menjangkau pasar, yang kemudian diperkuat oleh argumen Kotler dan Keller (2021: 156) bahwa kemampuan perusahaan dalam mengonversi strategi menjadi hasil penjualan nyata merupakan, *A direct reflection of how accurately the firm responds to customer needs and market dynamics*. Dengan demikian, dalam konteks industri ketenagalistrikan, pencapaian volume penjualan menjadi representasi fundamental dari efektivitas perusahaan dalam menyelaraskan kebijakan energi dengan dinamika kebutuhan konsumsi masyarakat secara luas.

Selanjutnya, dari perspektif kinerja keuangan, Hanafi dan Halim (2018: 83) mengemukakan bahwa volume penjualan memiliki pengaruh langsung dengan pendapatan perusahaan, di mana peningkatan volume penjualan pada umumnya akan meningkatkan pendapatan, sepanjang biaya dapat dikendalikan. Dalam industri ketenagalistrikan yang tarifnya ditetapkan oleh regulator, volume penjualan menjadi faktor dominan yang menentukan besarnya pendapatan dan laba operasional perusahaan.

Volume penjualan memegang peran yang sangat penting bagi perusahaan listrik, khususnya bagi perusahaan utilitas yang menjalankan fungsi layanan publik

sekaligus harus menjaga stabilitas keuangan. Pada perusahaan listrik, volume penjualan bukan sekadar angka konsumsi energi, tetapi menjadi indikator utama yang mencerminkan permintaan masyarakat, kapasitas operasional, serta kemampuan perusahaan dalam mempertahankan kinerja finansial yang sehat.

Setiap perusahaan listrik beroperasi dalam kondisi dan tantangan yang berbeda, meskipun sama-sama berada pada sektor utilitas publik. Perbedaan karakteristik pasar, regulasi, kebutuhan investasi infrastruktur, dan dukungan pemerintah membuat makna volume penjualan menjadi unik bagi masing-masing perusahaan. Karena itu, fluktuasi volume penjualan dapat memberikan dampak yang beragam terhadap keberlanjutan usaha, strategi operasional, maupun profitabilitas perusahaan.

2.1.1.2. Manfaat Penjualan

Volume penjualan memiliki peran yang sangat strategis bagi perusahaan karena menjadi sumber utama pembentukan pendapatan dari aktivitas operasional. Tingkat penjualan yang tinggi mencerminkan keberhasilan perusahaan dalam memenuhi kebutuhan pasar serta menunjukkan kemampuan perusahaan dalam mempertahankan keberlangsungan usahanya. Kotler dan Keller (2016: 31) menegaskan bahwa pertumbuhan penjualan merupakan fondasi utama bagi pencapaian profitabilitas dan keberlanjutan perusahaan, sebagaimana dinyatakan bahwa *sales growth provides the foundation for company profitability and long-term sustainability*. Pernyataan tersebut mengindikasikan bahwa penjualan bukan sekadar hasil akhir aktivitas pemasaran, tetapi menjadi elemen kunci dalam menjaga stabilitas kinerja keuangan perusahaan.

Selain sebagai sumber pendapatan, volume penjualan juga memberikan manfaat dalam meningkatkan efisiensi biaya melalui tercapainya skala ekonomi. Peningkatan jumlah produk atau jasa yang terjual memungkinkan perusahaan mengalokasikan biaya tetap ke unit output yang lebih besar, sehingga biaya rata-rata per unit dapat ditekan. Hansen dan Mowen (2018: 112) menjelaskan bahwa *higher sales volume allows firms to spread fixed costs over more units, reducing unit costs*. Dalam industri kelistrikan yang memiliki struktur biaya tetap relatif tinggi, kondisi ini memegang peranan vital dalam mengoptimalkan kinerja operasional sekaligus memperkuat posisi kompetitif perusahaan di pasar.

Manfaat lain dari volume penjualan yang tinggi adalah meningkatnya arus kas operasional perusahaan. Arus kas yang kuat memberikan fleksibilitas bagi perusahaan dalam membiayai kegiatan operasional, melakukan pemeliharaan infrastruktur, serta mendukung investasi jangka panjang. Dalam jangka panjang, stabilitas arus kas yang didukung oleh volume penjualan yang memadai akan meningkatkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba operasional secara berkelanjutan.

Dengan demikian, berperan lebih dari sekadar parameter kesuksesan pemasaran, namun juga bertindak sebagai faktor penentu kinerja operasional dan keuangan perusahaan. Dalam konteks perusahaan listrik di Asia Tenggara, manfaat penjualan menjadi semakin relevan karena berkaitan langsung dengan pemenuhan kebutuhan energi masyarakat serta keberlangsungan penyediaan layanan publik.

2.1.1.3. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Volume Penjualan

Tingkat penjualan dalam sebuah entitas bisnis ditentukan oleh interaksi kompleks antara serangkaian variabel, yang mencakup elemen dari dalam organisasi (internal) serta dinamika lingkungan luar (eksternal). Faktor internal mencakup kebijakan harga, kualitas layanan, keandalan distribusi, serta efisiensi pengelolaan biaya. Kotler dan Armstrong (2016: 294) menyatakan bahwa *price and service quality are key determinants of sales performance*, yang menunjukkan bahwa keputusan manajerial terkait harga dan kualitas layanan memiliki pengaruh langsung terhadap tingkat penerimaan pasar.

Dalam industri kelistrikan, kualitas layanan yang stabil dan berkelanjutan menjadi faktor penting dalam menentukan volume penjualan. Gangguan pasokan atau penurunan kualitas layanan dapat mengurangi tingkat konsumsi listrik oleh pelanggan, sehingga berdampak pada penurunan volume penjualan. Sebaliknya, peningkatan keandalan pasokan listrik cenderung mendorong peningkatan konsumsi energi, terutama pada sektor industri dan komersial.

Selain faktor internal, volume penjualan turut ditentukan oleh dinamika lingkungan luar (*eksternal*), termasuk stabilitas ekonomi makro, pertumbuhan penduduk, perkembangan industri, serta kebijakan pemerintah. Subsidi pemerintah bertindak sebagai instrumen eksternal yang memegang posisi krusial dalam industri kelistrikan. Subsidi yang diberikan pemerintah dapat menurunkan harga jual listrik kepada konsumen sehingga meningkatkan keterjangkauan dan mendorong peningkatan konsumsi. Mankiw (2018: 153) menyatakan bahwa subsidi dapat

menurunkan biaya atau harga, yang pada akhirnya mendorong peningkatan output dan konsumsi.

Faktor eksternal lainnya adalah pertumbuhan ekonomi dan tingkat aktivitas industri. Peningkatan aktivitas ekonomi akan meningkatkan kebutuhan energi listrik, sehingga berdampak positif terhadap volume penjualan perusahaan listrik. Oleh karena itu, volume penjualan perusahaan listrik di Asia Tenggara bukan semata-mata manifestasi dari kapabilitas manajerial (internal), melainkan juga respons adaptif terhadap dinamika ekonomi dan kebijakan pemerintah di masing-masing negara.

2.1.1.4. Pengukuran Volume Penjualan

Volume penjualan menempati posisi sebagai parameter esensial yang memproyeksikan tingkat aktivitas operasional perusahaan dalam menyalurkan produk kepada konsumen. Kotler dan Keller (2016: 119) mendefinisikan volume penjualan sebagai akumulasi kuantitas produk maupun layanan yang berhasil dipasarkan dalam satu periode spesifik, yang dapat diukur berdasarkan satuan fisik (unit) atau nilai moneter. Dalam konteks industri ketenagalistrikan, volume penjualan mengacu pada realisasi penyaluran energi listrik kepada pelanggan yang diakumulasikan dalam satuan *Gigawatt hour* (GWh).

Secara matematis, pengukuran dasar volume penjualan energi listrik didasarkan pada total kuantitas fisik energi yang terjual. Pendekatan ini mengacu pada konsep yang dijelaskan oleh Garrison, Noreen, dan Brewer (2021: 205), yang menegaskan bahwa dalam konteks analisis operasional, volume penjualan mengacu pada kuantitas unit fisik yang terjual alih-alih nilai moneternya

Berdasarkan definisi tersebut, formula dasar untuk menghitung volume penjualan adalah sebagai berikut:

$$\text{Volume Penjualan Energi Listrik} = \sum Q$$

Keterangan:

Q = Merupakan total jumlah unit produk atau layanan (kWh/GWh) yang berhasil dijual dalam suatu periode tertentu.

Penetapan pengukuran volume penjualan berbasis satuan fisik (*Gigawatt hour/GWh*) dalam penelitian ini didasarkan pada pertimbangan teoritis untuk memisahkan kinerja aktivitas riil perusahaan dari dampak kebijakan penetapan harga (*pricing policy*). Sebagaimana ditekankan oleh Garrison, Noreen, dan Brewer (2021: 205), analisis volume penjualan harus berfokus pada jumlah unit yang terjual (*number of units sold*) alih-alih nilai moneterinya. Hal ini sangat krusial dalam industri ketenagalistrikan yang bersifat *highly regulated*. Di banyak negara Asia Tenggara, tarif listrik seringkali diintervensi oleh pemerintah melalui subsidi atau pembatasan harga (*price cap*), sehingga nilai pendapatan (Rupiah/Ringgit/Peso) bisa saja tidak mencerminkan tingkat permintaan atau aktivitas produksi yang sebenarnya.

Dengan menggunakan satuan GWh, penelitian ini bertujuan untuk mengukur beban kerja operasional murni (*pure operational workload*) yang ditanggung perusahaan. Peningkatan angka GWh secara langsung mengindikasikan bahwa mesin pembangkit bekerja lebih keras dan jaringan transmisi menyalurkan energi lebih banyak, yang pada akhirnya akan berdampak langsung pada variabel biaya dan efisiensi operasional. Jika pengukuran menggunakan nilai uang

(Pendapatan), data tersebut akan terdistorsi oleh faktor eksternal seperti kenaikan tarif dasar listrik atau fluktuasi kurs mata uang, yang tidak memiliki korelasi langsung dengan aktivitas fisik penyaluran energi. Oleh karena itu, formula pengukuran yang digunakan adalah:

$$\text{Volume Penjualan} = (\text{Total Penjualan Listrik dalam GWh})$$

Indikator ini merepresentasikan total akumulasi energi listrik yang berhasil didistribusikan dan ditagihkan kepada pelanggan dalam satu periode pelaporan, yang menjadi basis utama bagi perusahaan dalam mencetak laba operasional.

2.1.2. Efisiensi Operasional

2.1.2.1. Definisi Efisiensi Operasional

Dalam lanskap industri kelistrikan, efisiensi operasional memegang posisi sebagai determinan vital yang mendasari kapasitas perusahaan dalam mengkonversi aktivitas bisnis inti menjadi profitabilitas yang berkelanjutan. Industri ketenagalistrikan dikenal sebagai sektor yang padat modal dan memiliki struktur biaya yang relatif tinggi, sehingga pengelolaan biaya secara efektif menjadi prasyarat utama untuk menjaga keberlanjutan kinerja keuangan sekaligus memenuhi kebutuhan energi masyarakat.

Dalam konteks operasional, efisiensi tidak hanya berkaitan dengan upaya pengurangan biaya, tetapi juga mencerminkan kemampuan perusahaan dalam mengoptimalkan seluruh proses pembangkitan, transmisi, dan distribusi tenaga listrik. Hansen dan Mowen (2017: 390) menegaskan bahwa efisiensi operasional tidak dapat dipahami semata-mata sebagai pemangkasan biaya, melainkan mencakup upaya peningkatan produktivitas dan penyempurnaan proses kerja, di

mana *efficiency focuses on reducing waste, improving processes, and increasing productivity on a continuous basis.*

Pandangan tersebut selaras dengan pemikiran Heizer, Render, dan Munson (2019: 42) yang menekankan bahwa esensi efisiensi terletak pada pencapaian hasil kerja melalui biaya serendah mungkin (*doing something at the lowest possible cost*). Pernyataan ini menegaskan bahwa efisiensi operasional merupakan resultan dari kombinasi kemampuan teknis dan manajerial dalam mengelola sumber daya secara optimal.

Selain itu, Slack et al. (2015: 38) menekankan bahwa efisiensi merupakan inti dari manajemen operasi modern karena berkaitan langsung dengan kinerja biaya dan keberlangsungan perusahaan. Menurut mereka, *efficient operations are essential to achieving low cost, dependable processes, and competitive advantage.* Dalam sektor ketenagalistrikan, hal ini menjadi semakin penting mengingat sebagian besar biaya bersifat tetap, seperti biaya pembangkitan, jaringan transmisi dan distribusi, serta pemeliharaan aset.

Dengan demikian, efisiensi operasional dapat dipahami sebagai kemampuan perusahaan dalam mengendalikan biaya, meminimalkan losses, serta mengoptimalkan pemanfaatan aset agar mampu meningkatkan nilai operasional dan profitabilitas jangka panjang. Efisiensi operasional juga memiliki hubungan langsung dengan laba operasi, karena kemampuan perusahaan dalam menekan biaya tanpa menurunkan kualitas layanan akan berdampak positif terhadap peningkatan laba. Perspektif ini diperkuat oleh analisis Brigham dan Houston

(2016: 108), yang menempatkan pengendalian biaya (*cost control*) sebagai determinan kunci yang melandasi profitabilitas operasional sebuah perusahaan.

Beberapa alasan mengapa efisiensi operasional berpengaruh kuat terhadap laba operasi:

- a. Besarnya biaya tetap pada perusahaan listrik membuat pengurangan biaya kecil sekalipun berdampak signifikan.
- b. Fluktuasi subsidi membuat perusahaan harus menjaga kestabilan keuangan melalui efisiensi internal.
- c. *Leverage* yang tinggi menyebabkan perusahaan harus menekan biaya untuk menjaga rasio profitabilitas.
- d. Kenaikan permintaan listrik tidak selalu linear dengan kenaikan pendapatan, sehingga efisiensi membantu menjaga margin laba.

Dengan demikian, efisiensi operasional bukan hanya menjadi indikator kinerja, tetapi juga merupakan strategi keuangan jangka panjang yang menentukan keberlanjutan perusahaan utilitas negara.

Efisiensi operasional merupakan konsep utama dalam teori ekonomi produksi dan manajemen biaya yang menitikberatkan pada kapabilitas manajerial dalam mentransformasi sumber daya (*input*) menjadi luaran produk (*output*) dengan tingkat efektivitas tertinggi. Coelli, Rao, O'Donnell, dan Battese (2016: 4) menguraikan bahwa esensi efisiensi terletak pada korelasi produktif antara masukan dan luaran, di mana *efficiency is concerned with how well inputs are converted into outputs*. Pernyataan tersebut menunjukkan bahwa efisiensi operasional melampaui sekadar evaluasi terhadap produk akhir, namun juga

mencakup asesmen mendalam mengenai efektivitas alur produksi yang diterapkan perusahaan.

Lebih lanjut, teori efisiensi membedakan efisiensi ke dalam beberapa bentuk, salah satunya adalah efisiensi teknis. Coelli et al. (2016: 6) menyatakan bahwa sebuah perusahaan dikategorikan efisien secara teknis apabila mampu mencetak tingkat produksi maksimum dengan menggunakan kombinasi input yang telah ditentukan. Efisiensi teknis menggambarkan kemampuan perusahaan dalam meminimalkan pemborosan selama proses operasional. Dalam konteks perusahaan listrik, efisiensi teknis tercermin dari kemampuan perusahaan dalam mengurangi losses energi serta mengoptimalkan pemanfaatan kapasitas pembangkit dan jaringan distribusi.

Selain efisiensi teknis, terdapat efisiensi alokatif yang berkaitan dengan pemilihan kombinasi input yang paling efisien secara biaya. Nicholson dan Snyder (2018: 356) yang mendefinisikan efisiensi alokatif sebagai kemampuan untuk menekan struktur pembiayaan seminimal mungkin guna merealisasikan volume produksi yang telah ditetapkan (*minimizing costs for a specific output level*). Pernyataan ini menegaskan bahwa perusahaan tidak hanya dituntut untuk menghasilkan output secara maksimal, tetapi juga harus memperhatikan struktur biaya dalam penggunaan input produksi.

Efisiensi ekonomi merupakan bentuk efisiensi yang paling komprehensif karena merepresentasikan konvergensi antara kinerja teknis dan ketepatan alokasi. Coelli et al. (2016: 8) menggarisbawahi bahwa efisiensi ekonomi baru terealisasi apabila perusahaan mampu mengintegrasikan keunggulan teknis dan alokatif secara

bersama - sama (*achieved when a firm acts both technically and allocatively efficient*). Dalam industri kelistrikan yang memiliki karakteristik padat modal dan biaya tetap tinggi, efisiensi ekonomi menjadi tujuan utama karena berpengaruh langsung terhadap kemampuan perusahaan dalam menekan biaya operasional dan menjaga keberlanjutan kinerja keuangan.

2.1.2.2. Manfaat Efisiensi Operasional

Efisiensi operasional bukan sekadar ukuran kinerja teknis, melainkan strategi fundamental perusahaan untuk mempertahankan profitabilitas di tengah persaingan dan keterbatasan sumber daya. Tujuan utama dari efisiensi operasional adalah menekan penggunaan sumber daya untuk mencapai target produksi spesifik, atau sebaliknya, mengoptimalkan kuantitas luaran produk dengan memanfaatkan kapasitas input yang ada secara penuh. Dalam perspektif yang selaras, Heizer, Render, dan Munson (2020: 42) menggarisbawahi bahwa esensi dari manajemen operasional terletak pada penciptaan nilai (*value creation*) melalui penggunaan sumber daya secara efektif, di mana *efficiency means doing the job well with a minimum of resources and waste*. Dalam konteks ini, manfaat efisiensi adalah terciptanya struktur biaya yang ramping yang secara langsung berkontribusi pada peningkatan margin keuntungan.

Manfaat paling signifikan dari efisiensi operasional terletak pada kemampuannya untuk meningkatkan daya saing biaya (*cost competitiveness*), terutama bagi perusahaan yang beroperasi dalam pasar dengan harga yang diatur (*regulated price*) seperti industri listrik. Stevenson (2021: 4) menjelaskan bahwa efisiensi operasional memberikan manfaat strategis berupa kemampuan perusahaan

untuk *produce goods or provide services at a lower cost than competitors*. Penurunan biaya per unit yang dihasilkan dari efisiensi ini memungkinkan perusahaan untuk memperlebar selisih antara pendapatan dan biaya, yang pada akhirnya akan meningkatkan laba operasional tanpa harus menaikkan harga jual secara drastis.

Selain aspek biaya, efisiensi operasional juga bertujuan untuk memastikan keberlanjutan finansial jangka panjang melalui pengelolaan aset yang optimal. Blocher, Stout, Juras, dan Cokins (2019: 10) menyatakan bahwa dalam *strategic cost management*, efisiensi bertujuan bertujuan untuk mendeteksi serta mengeliminasi berbagai kegiatan operasional yang dianggap tidak memberikan kontribusi nilai (*non-value-added activities*). Dengan menghilangkan pemborosan (*waste*) dalam proses pembangkitan dan distribusi listrik seperti menekan *losses* energi perusahaan dapat mengalokasikan modalnya untuk investasi produktif lainnya, sehingga stabilitas laba operasional dapat terjaga meskipun menghadapi fluktuasi harga bahan bakar atau perubahan kebijakan subsidi.

Secara spesifik dalam industri utilitas yang padat modal, efisiensi operasional menjadi determinan utama kinerja keuangan karena karakteristik pendapatan yang seringkali dibatasi oleh tarif regulasi. Krajewski, Malhotra, dan Ritzman (2019: 30) menekankan bahwa *operational efficiency is essential for achieving superior financial performance*, karena perbaikan dalam rasio operasi akan berdampak langsung pada bottom line perusahaan. Artinya, ketika perusahaan listrik tidak memiliki keleluasaan untuk menaikkan tarif (karena intervensi pemerintah atau subsidi), maka satu-satunya mekanisme internal yang dapat

dikendalikan manajemen untuk mendongkrak laba operasional adalah dengan memaksimalkan efisiensi operasional.

2.1.2.3. Faktor – Faktor yang mempengaruhi Efisiensi Operasional

Capaian efisiensi operasional dalam sebuah entitas bisnis bukanlah variabel yang berdiri sendiri, namun merupakan resultan dari sinergi kompleks antara aspek internal dan elemen struktural yang mendasari konversi input menjadi output. Faktor paling dominan yang memengaruhi efisiensi adalah pemilihan teknologi dan strategi proses. Heizer, Render, dan Munson (2020: 308) menjelaskan bahwa *technology and process strategies are critical because they determine the cost structure and flexibility of operations*. Dalam industri ketenagalistrikan, penggunaan teknologi pembangkit yang mutakhir (seperti *High Efficiency Low Emission*) secara langsung mereduksi konsumsi bahan bakar per kWh, sehingga menekan biaya pokok produksi dan meningkatkan margin efisiensi dibandingkan dengan pembangkit berteknologi usang.

Selain teknologi, skala ekonomi (*economies of scale*) memegang peranan vital dalam menentukan efisiensi, terutama pada industri dengan biaya tetap yang masif. Stevenson (2021: 196) menguraikan bahwa mekanisme skala ekonomi memungkinkan perusahaan untuk mendistribusikan beban biaya tetap ke dalam volume produksi yang lebih masif, yang secara otomatis akan menurunkan biaya rata-rata per unit (*reducing the unit cost*).. Hal ini menyiratkan adanya hubungan erat antara volume penjualan dan efisiensi; ketika perusahaan listrik mampu memaksimalkan kapasitas produksinya untuk memenuhi permintaan yang tinggi,

biaya tetap per unit akan menurun, menciptakan efisiensi yang lebih baik dibandingkan saat beroperasi di bawah kapasitas optimal.

Faktor selanjutnya berkaitan dengan manajemen kualitas dan pemeliharaan aset. Ketidakefisienan seringkali muncul akibat adanya downtime atau kerusakan mesin yang mengganggu kontinuitas produksi. Krajewski, Malhotra, dan Ritzman (2019: 138) menekankan bahwa *process capability and reliable maintenance protocols are essential to minimize waste and rework*. Bagi perusahaan listrik, keandalan jaringan transmisi dan pembangkit sangat krusial; kegagalan dalam pemeliharaan tidak hanya menyebabkan kerugian fisik (susut energi), tetapi juga memicu inefisiensi biaya akibat perbaikan darurat dan hilangnya potensi pendapatan operasional.

Terakhir, faktor kapabilitas sumber daya manusia dan desain kerja turut menentukan keberhasilan efisiensi operasional. Sistem yang canggih tidak akan menghasilkan efisiensi optimal tanpa didukung oleh tenaga kerja yang kompeten. Chase, Jacobs, dan Aquilano (2018: 245) menyatakan bahwa *efficiency is largely determined by how well the job is designed and the skill level of the workforce performing it*. Dalam konteks ini, pelatihan teknis dan manajemen operasional yang disiplin menjadi prasyarat agar seluruh aset perusahaan dapat dioperasikan pada titik produktivitas tertingginya, meminimalkan *human error*, dan menjaga stabilitas beban operasional perusahaan.

2.1.2.4. Pengukuran Efisiensi Operasional

Efisiensi operasional merupakan konsep multidimensi yang merepresentasikan kompetensi perusahaan dalam mendayagunakan sumber daya

yang dimiliki guna mencapai tingkat luaran (*output*) yang paling optimal. Dalam literatur manajemen keuangan, pengukuran efisiensi tidak terpaku pada satu metode tunggal, melainkan dapat ditinjau dari berbagai perspektif tergantung pada tujuan analisisnya. Secara garis besar, literatur akademik mengklasifikasikan dua perspektif dominan yang lazim diadopsi dalam mengkuantifikasi tingkat efisiensi operasional, yakni pendekatan Pemanfaatan Aset (*Asset Utilization*) dan pendekatan Pengendalian Biaya (*Cost Control*).

Pendekatan pertama berfokus pada indikator aktivitas, dengan salah satu instrumen utamanya adalah Rasio Perputaran Total Aset (*Total Asset Turnover/TATO*). Brigham dan Houston (2019: 108) menjelaskan bahwa rasio ini menjelaskan bahwa rasio ini berfungsi sebagai tolak ukur efektivitas manajerial dalam mendayagunakan keseluruhan basis aset perusahaan guna menghasilkan volume penjualan (*generating sales*). Meskipun populer, pendekatan ini memiliki keterbatasan jika diterapkan pada industri ketenagalistrikan. Hal ini dikarenakan perusahaan listrik memiliki karakteristik *capital intensive* dengan nilai aset tetap (pembangkit dan infrastruktur transmisi) yang sangat masif dan bersifat statis. Akibatnya, fluktuasi rasio TATO seringkali bias dan kurang sensitif dalam menangkap perubahan kinerja efisiensi jangka pendek yang dilakukan oleh manajemen. Menurut Brigham dan Houston (2019), formula TATO adalah:

$$\text{TATO} = \frac{\text{Penjualan Bersih (Net Sales)}}{\text{Total Aset (Total Assets)}}$$

Pendekatan kedua, yang lebih berorientasi pada pengendalian internal, adalah menggunakan Rasio Operasi (*Operating Ratio*). Pendekatan ini mengukur proporsi biaya yang dikeluarkan untuk menghasilkan setiap unit pendapatan.

Subramanyam (2014: 62) mendeskripsikan efisiensi sebagai proporsi beban usaha yang dikomparasikan dengan total pendapatan. Dalam perspektif ini, semakin kecil nilai rasio yang dihasilkan, semakin superior tingkat efisiensi yang dicapai perusahaan (*lower operating ratio indicates greater efficiency*). Indikator ini dinilai lebih langsung mencerminkan keberhasilan manajemen dalam mengendalikan inefisiensi biaya, pemborosan, dan kebocoran anggaran dalam aktivitas sehari-hari.

Mengacu pada analisis komparatif kedua pendekatan di atas, studi ini mengadopsi Rasio Biaya Operasional terhadap Pendapatan Operasional (*Operating Ratio*) sebagai instrumen utama untuk mengkuantifikasi variabel Efisiensi Operasional. Pemilihan indikator ini didasarkan pada karakteristik spesifik industri ketenagalistrikan dan tujuan penelitian untuk memprediksi Laba Operasional.

Meskipun TATO mengukur efisiensi penggunaan aset, rasio ini kurang tepat jika dijadikan proksi utama untuk memprediksi Laba Operasional di industri listrik, karena:

- a. Bias Aset Besar: Perusahaan listrik memiliki aset tetap (pembangkit, gardu, kabel) yang nilainya ribuan triliun (sangat besar). Nilai ini cenderung statis.
- b. Fokus pada Omzet, Bukan Biaya: TATO hanya melihat sisi pendapatan (top line), tidak melihat apakah perusahaan boros atau hemat dalam operasional (bottom line). Sebuah perusahaan bisa punya TATO tinggi (penjualan bagus), tapi labanya hancur karena biaya operasionalnya bengkak.

Justifikasi pemilihan ini didukung oleh pendapat Ross, Westerfield, dan Jordan (2022: 68), yang menegaskan bahwa dalam analisis profitabilitas, fokus utama manajemen adalah pada *cost efficiency*, karena kemampuan mengendalikan beban operasional memiliki dampak matematika langsung terhadap margin laba operasional. Berbeda dengan perputaran aset yang berdampak pada pendapatan, Rasio Operasi langsung memengaruhi sisa laba yang tersedia.

Selain itu, mengingat objek penelitian ini melibatkan peran Subsidi Pemerintah, penggunaan pendekatan berbasis biaya menjadi lebih relevan. Subsidi seringkali diberikan untuk menutupi selisih antara Biaya Pokok Penyediaan (BPP) listrik yang tinggi dengan tarif jual yang rendah. Oleh karena itu, mengukur efisiensi dari sisi pengendalian beban operasional memberikan gambaran yang lebih akurat mengenai kinerja fundamental perusahaan sebelum maupun sesudah intervensi subsidi.

Dari perspektif perhitungan kuantitatif, formulasi yang diadopsi studi ini untuk mengkalkulasi variabel Efisiensi Operasional dinyatakan sebagai berikut:

$$\text{Efisiensi Operasional} = \frac{\text{Total Beban Operasional}}{\text{Total Pendapatan Usaha}}$$

Interpretasi:

1. Rasio rendah → perusahaan semakin efisien
2. Rasio tinggi → biaya terlalu besar dibanding pendapatan

2.1.3. *Leverage*

2.1.3.1. Definisi *Leverage*

Dalam lanskap manajemen keuangan, *leverage* menempati posisi strategis sebagai konsep yang merepresentasikan sejauh mana perusahaan mendayagunakan sumber pendanaan eksternal terutama instrumen utang guna menopang kegiatan operasional serta ekspansi investasi jangka panjangnya. Brigham dan Houston (2019: 486) yang menegaskan bahwa *leverage* keuangan memiliki karakteristik pedang bermata dua, ia berpotensi mendongkrak ekspektasi imbal hasil, namun secara bersama - sama turut mengeskalasi tingkat risiko (*financial leverage can increase expected returns, but it also increases risk*). Hal ini menunjukkan bahwa *leverage* dapat menjadi instrumen yang menguntungkan selama perusahaan mampu menghasilkan tingkat pengembalian yang melebihi beban bunga yang ditanggung.

Namun demikian, peningkatan penggunaan utang juga diikuti dengan meningkatnya risiko keuangan. Gitman dan Zutter (2021: 529) menekankan bahwa penggunaan *leverage* yang tinggi dapat memperbesar tekanan keuangan perusahaan, terutama ketika pendapatan tidak stabil. Mereka menekankan adanya korelasi positif antara utang dan risiko, yang mengartikan bahwa semakin besar proporsi utang yang diserap perusahaan, semakin tinggi pula eksposur risiko keuangan yang harus dihadapi (*the more debt a firm uses, the greater its financial risk*).

Ross, Westerfield, dan Jordan (2018: 424) juga menegaskan bahwa *leverage* tidak hanya berkaitan dengan besarnya utang yang digunakan, tetapi dengan bagaimana utang tersebut dikelola secara strategis. Menurut mereka,

financial leverage reflects management's choice between debt and equity financing, sehingga keputusan *leverage* mencerminkan upaya manajemen dalam menyeimbangkan potensi keuntungan dan risiko keuangan.

Dalam perspektif manajemen keuangan modern, Brealey, Myers, dan Allen (2020: 485) menegaskan kembali bahwa keputusan pendanaan melalui utang memiliki implikasi positif terhadap nilai perusahaan melalui mekanisme penghematan pajak. Mereka menjelaskan bahwa, *The tax deductibility of interest increases the total income available to bondholders and stockholders*, yang berarti perlindungan pajak atas pembayaran bunga secara efektif meningkatkan arus kas bersih yang tersedia bagi para pemodal. Namun, pemanfaatan insentif pajak ini tetap harus memperhatikan batas toleransi risiko agar tidak memicu biaya kesulitan keuangan yang justru merugikan nilai perusahaan.

Pandangan mengenai keseimbangan tersebut diperkuat dalam kerangka *Trade-Off Theory* kontemporer oleh Berk dan DeMarzo (2020: 593), yang menekankan bahwa struktur modal optimal tercapai ketika perusahaan mampu menyeimbangkan manfaat pajak dengan potensi biaya kebangkrutan. Mereka merumuskan bahwa nilai perusahaan dengan utang adalah, *The value of the firm without leverage plus the present value of the interest tax shield minus the present value of financial distress costs*. Hal ini mengimplikasikan bahwa manajemen harus cermat dalam menakar level utang agar penghematan pajak yang diperoleh tidak tergerus oleh risiko biaya kesulitan keuangan yang menyertainya.

Lebih lanjut, fungsi utang sebagai instrumen pengawasan manajemen juga disoroti oleh Brigham dan Ehrhardt (2020: 620) sebagai solusi atas konflik keagenan. Dalam analisis mereka, utang membatasi perilaku boros manajemen karena, *High debt service requirements force managers to be more disciplined and less likely to waste cash on non-value-adding projects*. Dengan kata lain, kewajiban pembayaran bunga dan pokok utang secara berkala "memaksa" manajemen untuk lebih efisien dalam mengelola arus kas bebas (*free cash flow*), meskipun tingkat utang yang terlalu agresif tetap harus dihindari demi menjaga fleksibilitas operasional perusahaan.

Dalam konteks industri ketenagalistrikan, *leverage* memiliki peran yang sangat strategis karena perusahaan listrik membutuhkan investasi besar untuk pembangunan pembangkit, perluasan jaringan transmisi dan distribusi, serta modernisasi teknologi sistem tenaga. Kebutuhan modal yang besar ini sering kali melampaui kemampuan pendanaan internal, sehingga penggunaan utang menjadi pilihan yang tidak terelakkan.

Akan tetapi, industri ketenagalistrikan memiliki karakteristik khusus, seperti pendapatan yang dipengaruhi oleh tarif yang diatur pemerintah serta biaya operasional dan pemeliharaan aset yang tinggi. Dalam perspektif manajemen operasional, Kumbhakar dan Lovell (2000: 15) menegaskan bahwa entitas yang efisien adalah mereka yang memiliki kemampuan untuk mengoptimalkan penggunaan sumber daya sehingga biaya dapat ditekan seminimal mungkin tanpa menurunkan volume produksi yang dihasilkan. Jika *leverage* tidak dikelola dengan baik, beban bunga dapat menggerus pendapatan dan menurunkan laba operasi.

Dengan demikian, bagi perusahaan listrik, *leverage* bukan sekadar sumber pendanaan, melainkan keputusan strategis yang berdampak langsung pada keberlanjutan usaha. Ketika dikelola secara optimal, *leverage* dapat mempercepat pembangunan infrastruktur dan meningkatkan kapasitas produksi. Namun, apabila digunakan secara berlebihan, *leverage* justru meningkatkan risiko gagal bayar dan menekan profitabilitas. Fenomena ini memperkuat argumen yang disampaikan oleh Brigham dan Ehrhardt (2016: 472), di mana mereka berpendapat bahwa penggunaan instrumen utang bertindak sebagai pengungkit yang memperkuat potensi keuntungan bagi pemegang saham, namun secara bersamaan juga memperbesar profil risiko finansial perusahaan.

Dalam penelitian empiris, *leverage* terbagi menjadi dua jenis utama:

a. *Leverage Keuangan (Financial Leverage)*

Leverage Keuangan (Financial Leverage) pada dasarnya mencerminkan proporsi pendanaan eksternal dalam struktur modal. Hal ini sejalan dengan penjelasan Fraser dan Ormiston (2018: 214) yang menyatakan bahwa metrik ini digunakan untuk menilai sejauh mana aset-aset perusahaan didanai melalui pinjaman, yang pada akhirnya akan memengaruhi tingkat sensitivitas laba terhadap perubahan beban bunga.

b. *Leverage Operasional (Operating Leverage)*

Leverage Operasional (Operating Leverage) mencerminkan sejauh mana sebuah entitas bisnis memanfaatkan beban biaya tetap dalam struktur operasionalnya. Menurut Brigham dan Houston (2019: 440), penggunaan biaya tetap ini menciptakan efek pengungkit di mana perubahan kecil

dalam volume penjualan dapat mengakibatkan perubahan persentase yang jauh lebih besar pada laba operasi. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi proporsi biaya tetap dibandingkan biaya variabel, maka perusahaan akan menjadi semakin sensitif terhadap fluktuasi target penjualan yang telah ditetapkan.

Namun dalam konteks penelitian ini, *leverage* yang menjadi fokus adalah *leverage* keuangan, yang dihitung melalui rasio antara total utang dan total aset perusahaan.

Dalam diskursus keuangan modern, teori struktur modal klasik tetap menjadi rujukan fundamental, di mana Brealey, Myers, dan Allen (2019: 446) menegaskan kembali proposisi Modigliani-Miller dengan menyatakan bahwa, *The value of the firm is determined by its real assets, not by the securities it issues*. Pernyataan ini menggarisbawahi prinsip bahwa dalam kondisi pasar yang efisien tanpa friksi, rekayasa finansial melalui komposisi utang ataupun ekuitas tidak serta-merta menciptakan nilai tambah intrinsik karena nilai perusahaan ibarat "kue" yang ukurannya tidak berubah bagaimanapun cara memotongnya. Namun, postulat "ketidakrelevanan" ini justru menjadi titik tolak krusial untuk memahami bahwa dalam realitas bisnis terutama pada industri teregulasi yang penuh dengan distorsi pajak dan biaya agensi keputusan struktur modal menjadi sangat menentukan karena asumsi pasar sempurna tersebut jarang terpenuhi di dunia nyata.

Dinamika teori struktur modal terus berevolusi hingga memunculkan *Trade-Off Theory*. Teori ini memproyeksikan bahwa manajemen akan berupaya menemukan titik *leverage* yang paling ideal dengan mengevaluasi titik temu antara

keuntungan fiskal dari utang dan beban risiko yang menyertainya. Sejalan dengan pemikiran tersebut, Brigham dan Houston (2019: 451) memaparkan bahwa perusahaan secara strategis melakukan pertukaran nilai, yakni *firms trade off the tax benefits of debt against the costs of financial distress*. Hal ini menegaskan bahwa meskipun penggunaan pinjaman menawarkan keuntungan berupa insentif pajak, perusahaan harus tetap waspada terhadap potensi biaya kebangkrutan atau kesulitan keuangan yang mungkin timbul.. Pernyataan ini menegaskan bahwa penggunaan utang dapat memberikan manfaat berupa penghematan pajak, tetapi juga meningkatkan risiko keuangan akibat beban bunga dan potensi kebangkrutan. Dalam konteks perusahaan listrik, *trade-off* ini menjadi penting karena kebutuhan pendanaan yang besar sering kali diimbangi dengan risiko keuangan yang tinggi.

Dalam dinamika pendanaan korporasi modern, Ross, Westerfield, dan Jordan (2022: 518) menegaskan kembali relevansi *Pecking Order Theory* sebagai panduan perilaku manajerial dalam memilih sumber modal. Mereka merumuskan bahwa perusahaan cenderung mengikuti hierarki ketat di mana, *Rule 1: Use internal financing first. Rule 2: Issue debt next, new equity last*. Berdasarkan prinsip ini, manajemen akan memprioritaskan penggunaan laba ditahan sebagai sumber dana utama karena dianggap paling efisien dan minim risiko, sebelum akhirnya mempertimbangkan opsi eksternal melalui penerbitan surat utang jika dana internal tidak lagi mencukupi.

Rasionalitas di balik urutan prioritas tersebut dijelaskan lebih lanjut oleh Brealey, Myers, dan Allen (2020: 496) melalui perspektif asimetri informasi. Mereka menyoroti bahwa manajer memiliki informasi superior dibandingkan

investor luar, sehingga penerbitan ekuitas sering kali dipersepsikan sebagai sinyal negatif bahwa saham perusahaan sedang dinilai terlalu tinggi (*overvalued*). Oleh karena itu, perusahaan berusaha menghindari penerbitan saham baru karena, *Equity issues are interpreted by investors as bad news, and managers will not issue equity if they can avoid it*. Hal ini menjadikan utang sebagai instrumen pendanaan eksternal yang lebih disukai karena sensitivitasnya terhadap sinyal informasi negatif jauh lebih rendah dibandingkan ekuitas.

Implementasi teori ini sangat relevan pada industri dengan kebutuhan investasi masif seperti sektor ketenagalistrikan. Zutter dan Smart (2022: 560) mencatat bahwa pada perusahaan yang tumbuh pesat atau memiliki kebutuhan aset tetap yang besar, dana internal sering kali tidak memadai untuk menutup celah investasi (*financing deficit*). Akibatnya, perusahaan-perusahaan ini secara natural akan beralih pada pembiayaan utang karena, *Firms fund their capital requirements first with retained earnings, then with debt, and only as a last resort with external equity*. Bagi perusahaan listrik, pola ini menegaskan bahwa tingginya porsi utang dalam struktur modal bukan semata-mata preferensi risiko, melainkan konsekuensi logis dari upaya menutup kebutuhan belanja modal infrastruktur tanpa mendilusi kepemilikan saham. Dengan demikian, teori struktur modal memberikan landasan konseptual yang kuat dalam menjelaskan keputusan *leverage* perusahaan. Tingkat *leverage* yang dipilih perusahaan akan memengaruhi beban keuangan dan kinerja laba operasional, sehingga relevan untuk dikaji dalam penelitian ini.

2.1.3.2. Manfaat *Leverage*

Dalam pengelolaan keuangan korporasi, penggunaan utang atau *leverage* bukan sekadar mekanisme untuk menutupi kekurangan dana, melainkan sebuah strategi pendanaan aktif yang ditujukan untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Esensi utama dari pengimplementasian *leverage* terletak pada upaya perusahaan untuk mengeskalisasi profitabilitas bagi pemilik modal. Dengan memanfaatkan dana taktis dari pihak ketiga secara proporsional, manajemen berupaya menciptakan daya ungkit terhadap *Return on Equity* (ROE), sehingga nilai kemakmuran pemegang saham dapat dioptimalkan di atas level yang dimungkinkan tanpa penggunaan utang. Brigham dan Houston (2019: 455) menjelaskan bahwa pemanfaatan utang memungkinkan perusahaan untuk mengendalikan aset yang lebih besar daripada yang bisa didanai oleh ekuitas semata, dengan harapan bahwa aset tersebut akan menghasilkan laba operasional yang melebihi biaya bunga pinjaman.

Salah satu manfaat paling nyata dari penggunaan *leverage* adalah terciptanya efisiensi pajak atau yang dikenal sebagai *interest tax shield*. Dalam struktur perpajakan, beban bunga diperlakukan sebagai pengurang pendapatan kena pajak, berbeda dengan dividen saham. Sebagaimana dielaborasi oleh Ross, Westerfield, dan Jordan (2022: 512), privilese fundamental dari pendanaan berbasis utang terletak pada aspek *tax deductibility of interest*. Dalam mekanisme ini, beban bunga berfungsi sebagai tameng pajak yang mereduksi liabilitas fiskal, yang pada gilirannya mampu mengompresi Biaya Modal Rata-rata Tertimbang (WACC)

sekaligus mengamplifikasi volume arus kas bebas yang dapat dimanfaatkan oleh entitas bisnis.

Secara spesifik dalam konteks industri ketenagalistrikan yang bersifat padat modal (*capital intensive*), tujuan *leverage* adalah untuk mengakselerasi ekspansi infrastruktur. Pembangunan pembangkit listrik dan jaringan transmisi memerlukan investasi masif yang sulit dipenuhi jika hanya mengandalkan laba ditahan atau penerbitan saham baru. Dalam perspektif Van Horne dan Wachowicz (2008: 435), penggunaan *financial leverage* menawarkan agilitas finansial yang memungkinkan korporasi mengeksekusi proyek-proyek strategis bernilai tinggi. Keunggulan metode ini adalah kemampuannya memfasilitasi ekspansi masif tanpa menggerus (mendilusi) persentase kepemilikan pemegang saham eksisting, dengan catatan bahwa eksposur risiko keuangan tetap dikelola dalam batas toleransi yang aman.

Dalam diskursus keuangan kontemporer, penggunaan utang tidak hanya dilihat sebagai sumber pendanaan, tetapi juga sebagai instrumen pendisiplinan manajemen yang dikenal dengan *control hypothesis*. Berk dan DeMarzo (2020: 562) menegaskan fungsi ini dengan menyatakan bahwa, *Debt acts as a disciplinary tool by committing the firm to making future interest payments, thereby reducing the amount of free cash flow available to managers to spend on wasteful investments*. Hal ini sejalan dengan pandangan Hillier et al. (2021: 438) yang berpendapat bahwa beban kewajiban finansial tetap secara periodik akan mendorong efisiensi yang lebih ketat, di mana, *The presence of debt compels managers to improve operational performance to ensure they can meet interest*

obligations and avoid the threat of bankruptcy. Dalam konteks industri ketenagalistrikan yang padat modal, tekanan dari struktur *leverage* ini secara tidak langsung "memaksa" para pengambil kebijakan di perusahaan untuk tetap fokus pada stabilitas laba operasional dan meminimalkan risiko inefisiensi demi menjaga keberlangsungan finansial perusahaan dalam jangka panjang.

2.1.3.3. Faktor – Faktor yang mempengaruhi *Leverage*

Formulasi kebijakan terkait komposisi struktur modal (*leverage*) bukanlah keputusan yang berdiri sendiri (*non-isolated*). Sebaliknya, hal tersebut merefleksikan sintesis kompleks antara atribut internal korporasi dan dinamika lingkungan eksternal. Dalam literatur keuangan, teridentifikasi sejumlah determinan krusial yang secara konsisten mendikte kapasitas peminjaman (*debt capacity*), khususnya pada sektor industri dengan kebutuhan kapital yang masif (*capital intensive*), seperti sektor ketenagalistrikan..

Determinan fundamental yang paling menonjol adalah tingkat tangibilitas aset (*asset tangibility*). Entitas bisnis yang memiliki proporsi aset tetap substansial cenderung memiliki akses yang lebih luas terhadap pendanaan utang. Hal ini disebabkan oleh fungsi aset tetap tersebut sebagai agunan (*collateral*) yang valid dan bernilai tinggi di mata kreditur.

Prespektif ini dikoroborasi oleh Brigham dan Houston (2019: 492) yang menggarisbawahi hubungan antara kualitas aset dan preferensi utang melalui pernyataan *Firms with assets that are suitable as security for loans tend to use debt more heavily. General purpose assets that can be used as collateral are safer for lenders than are specialized assets*. Pernyataan tersebut mengimplikasikan bahwa

keberadaan aset fisik bernilai strategis seperti infrastruktur pembangkit dan transmisi—memberikan jaminan keamanan bagi pihak pemberi pinjaman. Pernyataan tersebut mengimplikasikan bahwa keberadaan aset fisik bernilai tinggi seperti pembangkit listrik dan infrastruktur transmisi pada perusahaan listrik di Asia Tenggara memberikan "rasa aman" bagi pemberi pinjaman, sehingga memungkinkan perusahaan untuk mengakses pendanaan eksternal jangka panjang dengan porsi yang lebih besar dibandingkan perusahaan jasa yang minim aset tetap.

Dalam lanskap arsitektur modal kontemporer, profitabilitas tetap menjadi determinan vital yang dianalisis melalui kacamata *Pecking Order Theory*, di mana terdapat kecenderungan hubungan terbalik (negative correlation) antara kemampuan mencetak laba dan tingkat ketergantungan pada utang. Ross, Westerfield, dan Jordan (2022: 546) mengonfirmasi fenomena ini dengan implikasi lugas bahwa, *Profitable firms use less debt because they have greater internal cash flow and thus need less external financing*. Berdasarkan logika ini, entitas bisnis termasuk di sektor padat modal seperti ketenagalistrikan yang memiliki likuiditas internal kuat dari hasil operasi, secara alamiah akan memprioritaskan penggunaan dana internal (laba ditahan) guna memitigasi risiko asimetri informasi, sehingga porsi utang dalam struktur modalnya relatif lebih rendah dibandingkan perusahaan dengan profitabilitas terbatas.

Di sisi lain, skala entitas atau firm size merupakan variabel penentu yang esensial. Korporasi berskala masif, seperti Badan Usaha Milik Negara (BUMN) di sektor kelistrikan, lazimnya menikmati privilese berupa aksesibilitas pasar modal yang lebih luas serta tingkat kredibilitas yang tinggi di mata institusi perbankan.

Temuan empiris lintas negara oleh Rajan dan Zingales (1995: 1451) memperkuat postulat ini dengan argument *Larger firms tend to be more diversified and fail less often, so size may be an inverse proxy for the probability of bankruptcy. Consequently, size should be positively related to leverage*. Pernyataan ini mengindikasikan bahwa diversifikasi usaha dan stabilitas arus kas yang dimiliki perusahaan besar bertindak sebagai inverse proxy terhadap risiko kebangkrutan. Kondisi ini memungkinkan mereka untuk menanggung beban *leverage* yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan kecil.

Determinan pamungkas yang menjadi batasan alami bagi kapasitas utang adalah risiko bisnis (*business risk*), yang merefleksikan tingkat volatilitas pendapatan operasional perusahaan. Ross, Westerfield, dan Jordan (2022: 520) menggarisbawahi prinsip prudensial dalam korelasi ini melalui pernyataan *The greater the business risk, the lower the optimal debt ratio... Uncertainty about future operating income is the primary determinant of business risk*. Mengkontekstualisasikan prinsip tersebut pada objek penelitian ini, industri ketenagalistrikan memiliki keunggulan berupa permintaan yang relatif inelastis dan stabil. Stabilitas arus kas ini secara efektif mereduksi eksposur risiko bisnis, sehingga memberikan "ruang gerak" (*headroom*) yang lebih leluasa bagi manajemen untuk menerapkan strategi *leverage* yang lebih agresif guna mendanai ekspansi infrastruktur tanpa memicu ancaman likuiditas yang serius.

2.1.3.4. Pengukuran *Leverage*

Dalam diskursus analisis finansial, metrik *leverage* atau solvabilitas berfungsi sebagai instrumen untuk mengkuantifikasi tingkat dependensi korporasi

terhadap pendanaan eksternal relatif terhadap ekuitas internal. Literatur manajemen keuangan menyediakan ragam pendekatan atau proksi untuk mengukur variabel ini, di mana pemilihan metrik sangat bergantung pada perspektif risiko yang ingin ditonjolkan. Meskipun demikian, terdapat dua indikator utama yang mendominasi praktik empiris dan kerap menjadi standar validitas, yakni Rasio Utang terhadap Aset (*Debt to Asset Ratio* - DAR) serta Rasio Utang terhadap Ekuitas (*Debt to Equity Ratio* - DER).

Metrik fundamental pertama yang dievaluasi adalah Debt to Asset Ratio (DAR). Rasio ini berfungsi untuk memetakan seberapa signifikan kontribusi pendanaan eksternal (utang) dalam pembentukan total aset perusahaan dibandingkan dengan kontribusi modal sendiri. Van Horne dan Wachowicz (2008: 156) memberikan definisi presisi mengenai konsep ini *Debt ratio measures the proportion of total assets financed by the firm's creditors. The higher this ratio, the greater the amount of other people's money being used to generate profits*. Kutipan tersebut menempatkan DAR sebagai parameter solvabilitas vital guna menilai tingkat keamanan bagi pihak pemberi pinjaman. Secara esensial, rasio ini menggambarkan struktur klaim atas kekayaan perusahaan; di mana angka yang tinggi merefleksikan dominasi hak kreditur terhadap aset perusahaan dibandingkan dengan hak para pemegang saham.

Pandangan yang selaras diartikulasikan oleh Gitman dan Zutter (2015: 74), yang meninjau dimensi risiko finansial dari perspektif penguasaan aset. Mereka menegaskan *The debt ratio measures the proportion of total assets financed by the firm's creditors... The higher this ratio, the greater the firm's degree of indebtedness*

and the more financial leverage it has. Interpretasi dari pernyataan tersebut mengukuhkan DAR sebagai indikator objektif untuk menakar intensitas dependensi korporasi terhadap sumber dana eksternal dalam upaya memobilisasi aset-aset produktifnya.

Rumus Pengukuran DAR :

$$\mathbf{DAR} = \frac{\mathbf{Total\ Utang/Liabilitas}}{\mathbf{Total\ Asset}}$$

Instrumen evaluasi kedua adalah Debt to Equity Ratio (DER), yang mengkomparasikan total liabilitas terhadap ekuitas yang dimiliki pemegang saham. Fokus analisis rasio ini menitikberatkan pada konfigurasi struktur modal serta bobot risiko finansial yang ditanggung entitas. Dalam perspektif Subramanyam (2014: 538), rasio ini dideskripsikan sebagai metrik menyeluruh yang memotret relasi antara total kewajiban dengan modal yang ditanamkan oleh pemilik entitas. Ia menguraikan *Debt to Equity ratio is a comprehensive measure of the relationship between total debt and the capital invested by owners... A higher ratio implies less protection for creditors and higher financial risk for shareholders.* Berdasarkan definisi tersebut, DER berfungsi sebagai parameter fundamental untuk mengevaluasi ketahanan atau stabilitas finansial perusahaan dalam cakrawala jangka panjang, sekaligus mengindikasikan tingkat perlindungan bagi kreditur.

Rumus Pengukuran DER :

$$\mathbf{DER} = \frac{\mathbf{Total\ Utang}}{\mathbf{Total\ Ekuitas}}$$

Berpijak pada sintesis literatur yang telah diuraikan secara komprehensif di atas, studi ini secara spesifik mengadopsi *Debt to Asset Ratio* (DAR) sebagai

indikator primer atau proksi untuk mengkuantifikasi variabel *Leverage*. Pemilihan DAR didasarkan pada pertimbangan karakteristik spesifik objek penelitian, yaitu perusahaan listrik di Asia Tenggara, sebagai berikut:

- a. Karakteristik Industri Padat Modal (*Capital Intensive*): Perusahaan listrik seperti PLN (Indonesia) atau TNB (Malaysia) memiliki struktur aset tetap yang sangat masif (pembangkit listrik, gardu induk, jaringan transmisi). Dalam konteks ini, DAR dianggap lebih relevan daripada DER karena DAR mengukur seberapa efektif utang tersebut dikonversi menjadi aset tetap yang beroperasi. Mengingat aset adalah "mesin" utama penghasil pendapatan, membandingkan utang langsung dengan aset memberikan gambaran yang lebih stabil mengenai struktur pendanaan.
- b. Stabilitas Pengukuran di Tengah Fluktuasi Ekuitas: Perusahaan listrik negara seringkali mengalami fluktuasi ekuitas yang tajam akibat akumulasi kerugian atau keterlambatan pencairan subsidi pemerintah. Apabila analisis menggunakan pendekatan *Debt to Equity Ratio* (DER), terdapat kerentanan terhadap distorsi data atau bias pengukuran yang signifikan. Nilai rasio berpotensi melonjak ke level ekstrem atau bahkan negatif manakala basis ekuitas mengalami erosi drastis (akibat akumulasi kerugian atau faktor eksternal lainnya), sehingga tidak lagi merefleksikan kondisi riil struktur pendanaan. Sebaliknya, Total Aset cenderung tumbuh stabil. Oleh karena itu, penggunaan DAR memberikan indikator *leverage* yang lebih konsisten dan tidak terdistorsi oleh anomali pencatatan ekuitas jangka pendek.

- c. Perspektif Keamanan Aset (*Asset Security*): Mengingat penelitian ini mengaitkan *leverage* dengan Laba Operasional, DAR memberikan informasi mengenai beban aset. Jika DAR tinggi, berarti sebagian besar aset "tergadai" oleh utang, yang menuntut aset tersebut harus bekerja ekstra efisien untuk menghasilkan laba operasi guna menutup beban bunga.

Berdasarkan justifikasi tersebut, formula pengukuran *Leverage* (DAR) yang digunakan adalah:

$$\text{Debt to Asset Ratio (DAR)} = \frac{\text{Total Utang/Liabilitas}}{\text{Total Asset}}$$

Secara interpretatif, rasio DAR yang eskalatif (tinggi) menyiratkan tingginya eksposur risiko finansial, yang mengindikasikan bahwa keberlangsungan operasional perusahaan sangat bergantung pada instrumen utang (*highly leveraged*). Sebaliknya, rasio yang moderat atau rendah merefleksikan arsitektur modal yang lebih solid (*solven*), menandakan posisi keuangan yang lebih aman dari ancaman gagal bayar.

Adopsi metrik *Debt to Asset Ratio* (DAR) dinilai memiliki relevansi metodologis yang presisi bagi entitas di sektor ketenagalistrikan, yang secara inheren dikarakterisasi oleh basis aset yang masif. Mengingat natur industri ini yang bersifat padat modal (*capital intensive*) di mana pengembangan infrastruktur vital seperti pembangkit, jaringan transmisi, dan gardu distribusi menuntut belanja modal (*capex*) yang ekstensif pembiayaan berbasis utang menjadi komponen integral dalam strategi pendanaan aset. Dalam konteks tersebut, kalkulasi proporsi liabilitas terhadap total aset berfungsi sebagai barometer krusial untuk membedah

profil risiko keuangan serta memahami kompleksitas struktur modal pada perusahaan utilitas listrik.

2.1.4. Laba Operasional

2.1.4.1. Definisi Laba Operasional

Dalam lanskap evaluasi kinerja fundamental, Laba Operasional berfungsi sebagai barometer vital untuk mengkalibrasi kompetensi entitas bisnis dalam mendulang profitabilitas yang bersumber murni dari aktivitas operasional intinya (*core business activities*). Berbeda dengan laba bersih yang dapat dipengaruhi oleh unsur non-operasional seperti pajak dan beban bunga, laba operasional memberikan gambaran yang lebih objektif mengenai efektivitas pengelolaan kegiatan usaha utama. Horne dan Wachowicz (2016: 122) menyatakan bahwa *operating profit reflects the results of a firm's primary business activities before financing and tax considerations*.

Mengacu pada kerangka konseptual yang dipaparkan oleh Kieso, Weygandt, dan Warfield (2018: 247), metrik ini secara teknis merupakan surplus nilai yang tersisa setelah pendapatan usaha dikurangi oleh seluruh komponen beban yang memiliki korelasi langsung dengan operasi *day-to-day* perusahaan. Mereka mengelaborasi definisi tersebut dengan pernyataan *operating income is the excess of operating revenues over operating expenses*. Dengan demikian, laba operasional menunjukkan besarnya nilai tambah yang dihasilkan perusahaan murni dari kegiatan operasinya tanpa dipengaruhi faktor eksternal.

Lebih lanjut, Brigham dan Houston (2019: 64) menggarisbawahi bahwa besaran laba operasional merupakan refleksi langsung dari kapabilitas manajerial

dalam mengorkestrasi aset dan mengendalikan biaya. Dalam pandangan mereka, indikator ini bervaliditas tinggi karena *operating income is a key measure of a firm's operating efficiency and competitive strength*. Artinya, fluktuasi pada pos ini dapat dijadikan sinyal dini mengenai posisi daya saing serta kesehatan finansial korporasi. Tinggi rendahnya laba operasional dapat menjadi sinyal penting mengenai daya saing dan kesehatan keuangan perusahaan.

Dalam konteks pengendalian manajemen, Anthony dan Govindarajan (2017: 156) menegaskan bahwa laba operasional merupakan elemen sentral dalam evaluasi kinerja manajerial karena mencerminkan efektivitas pengendalian biaya di seluruh aktivitas operasi. Mereka menyatakan bahwa *operating profit is widely used to evaluate managerial performance*. Dalam dimensi strategis, Horngren et al. (2021: 89) mengelaborasi urgensi laba operasional sebagai instrumen fundamental dalam formulasi kebijakan jangka panjang. Variabel ini menjadi landasan krusial bagi manajemen dalam menentukan arah alokasi kapital (investasi) serta tata kelola operasional, mengingat *operating income provides useful information for planning and decision making*. Dengan kata lain, metrik ini menyediakan basis data yang valid untuk navigasi perencanaan korporasi.

Pada industri ketenagalistrikan di Asia Tenggara, laba operasional memiliki peran strategis yang lebih menonjol dibandingkan banyak sektor lain, karena karakteristik industrinya yang unik:

a. Dualisme Fungsi: Orientasi Komersial dan Mandat Sosial

Entitas di sektor ketenagalistrikan beroperasi dalam koridor yang unik, mereka tidak semata-mata didorong oleh motif akumulasi profit (*profit-*

oriented), melainkan turut mengemban mandat sosial yang substansial. Tanggung jawab publik ini termanifestasi dalam kewajiban untuk menjamin ketersediaan pasokan energi yang memiliki tiga atribut utama yaitu andal (*reliable*), terjangkau secara ekonomis (*affordable*), dan terdistribusi secara ekuitable atau merata ke seluruh lapisan masyarakat.

b. Struktur Biaya Tinggi dan Kaku

Industri listrik termasuk dalam kategori high fixed-cost industry, di mana biaya pembangunan pembangkit, transmisi, distribusi, pemeliharaan jaringan, serta penyusutan aset bernilai besar menyebabkan sebagian besar struktur biaya bersifat tetap dan sulit disesuaikan dalam jangka pendek. Mankiw (2021: 289) menjelaskan bahwa pada industri yang bersifat padat modal, *firms with high fixed costs must operate efficiently to remain profitable*, sehingga efisiensi operasional menjadi faktor kunci dalam menjaga keberlanjutan profitabilitas perusahaan.

c. Ketergantungan pada Regulasi dan Dukungan Pemerintah

Kebijakan subsidi, skema kompensasi biaya, serta mekanisme penetapan tarif seperti pass-through atau Feed-in Tariff memiliki pengaruh signifikan terhadap stabilitas laba operasional perusahaan. Stiglitz (2020: 71) menyatakan bahwa intervensi pemerintah diperlukan untuk menjamin akses layanan publik, namun *government intervention often requires firms to operate under prices that do not fully reflect actual costs*, sehingga perusahaan perlu menyesuaikan strategi operasionalnya terhadap struktur tarif yang berlaku.

Secara konseptual, laba operasional berkedudukan sebagai tolok ukur esensial yang memotret potensi profitabilitas entitas dari bisnis intinya (core business), sebelum terdistorsi oleh kewajiban bunga maupun beban pajak.

Kieso, Weygandt, dan Warfield (2019: 230) memberikan landasan teoretis bahwa metrik ini memvalidasi kinerja operasional semata, sebagaimana kutipan mereka *operating income measures the profit generated from a company's primary business activities*. Aksioma ini menggarisbawahi bahwa fokus eksklusif laba operasional adalah pada efisiensi aktivitas bisnis primer. Oleh karenanya, nilai ini bersifat independen dan tidak bias oleh skema struktur modal (pendanaan) ataupun kebijakan fiskal yang diterapkan manajemen.

Secara mendasar, konstruksi laba operasional merupakan derivasi dari surplus pendapatan operasional pasca-deduksi beban-beban terkait. Di mana, arus pendapatan bersumber dari monetisasi produk atau jasa inti, sementara beban operasional merepresentasikan agregasi biaya yang dialokasikan secara khusus untuk menopang kontinuitas aktivitas primer korporasi. Horngren et al. (2018: 64) menyatakan bahwa *operating profit reflects how well management controls operating costs relative to revenues*. Dengan demikian, laba operasional mengindikasikan tingkat kompetensi manajerial dalam mengorkestrasi keseimbangan antara optimalisasi aliran pendapatan (*revenue stream*) dan pengendalian struktur biaya secara presisi.

Dalam perspektif manajemen keuangan, laba operasional memiliki peran strategis karena mencerminkan kinerja berkelanjutan perusahaan. Laba operasional yang stabil memvalidasi kapabilitas entitas dalam mengeksekusi operasi bisnisnya

dengan tingkat efektivitas dan efisiensi yang superior. Urgensi indikator ini semakin teramplifikasi pada konteks perusahaan ketenagalistrikan, mengingat natur industri ini yang beroperasi di bawah payung regulasi ketat (*highly regulated*) serta memiliki karakteristik padat modal (*capital intensive*).

Selain itu, laba operasional sering digunakan sebagai dasar dalam menilai kesehatan keuangan perusahaan serta sebagai indikator dalam pengambilan keputusan manajerial dan investasi. Oleh karena itu, teori laba operasional menjadi landasan penting dalam menganalisis pengaruh volume penjualan, efisiensi operasional, dan *leverage* terhadap kinerja perusahaan.

2.1.4.2. Manfaat Laba Operasional

Laba operasional, atau sering disebut sebagai *Earnings Before Interest and Taxes* (EBIT), memegang peranan sentral dalam evaluasi kinerja perusahaan, terutama pada industri yang memiliki struktur modal kompleks seperti ketenagalistrikan. Tujuan utama dari pengukuran laba operasional adalah untuk menilai keberhasilan aktivitas bisnis inti (*core business*) perusahaan dalam menghasilkan keuntungan, terlepas dari bagaimana aktivitas tersebut didanai (utang vs ekuitas) dan kebijakan perpajakan yang berlaku.

Manfaat fundamental dari laba operasional adalah sebagai indikator keberlanjutan bisnis (*business sustainability*). Subramanyam (2014: 14) menekankan bahwa *Operating income is a measure of firm performance from operating activities... It allows analysis of profitability independent of the firm's financing decisions and tax environment* yang berarti laba operasional adalah

ukuran yang lebih persisten dan prediktif dibandingkan laba bersih, karena mencerminkan hasil langsung dari keputusan operasional dan strategi harga.

Bagi perusahaan listrik di Asia Tenggara, indikator ini krusial untuk memastikan bahwa pendapatan dari penjualan listrik mampu menutup seluruh biaya pembangkitan dan transmisi, serta menyisakan surplus untuk re-investasi infrastruktur tanpa harus selalu bergantung pada suntikan dana eksternal.

Lebih jauh, dalam arsitektur keuangan perusahaan, laba operasional bertindak sebagai mekanisme proteksi (*financial buffer*) atau jaminan fundamental bagi para kreditur. Dalam konteks interaksinya dengan variabel *Leverage*, besaran laba operasional menjadi determinan krusial yang mendikte kapasitas solvabilitas perusahaan, khususnya dalam kesanggupan melunasi kewajiban beban bunga pinjaman secara tepat waktu. Brigham dan Houston (2019: 110) mengelaborasi premis risiko ini melalui perspektif *Times Interest Earned* (TIE) Ratio. Mereka mempostulatkan bahwa volume laba operasional harus memadai secara kuantitatif untuk mengabsorpsi beban bunga guna memitigasi risiko insolvensi (kebangkrutan). Hal ini ditegaskan dalam pernyataan mereka *The ratio serves as an indicator of the firm's ability to meet its interest payments... A high ratio indicates a safe margin for creditors*. Interpretasi ini mengimplikasikan bahwa semakin tinggi rasio cakupan tersebut, semakin tebal margin keamanan yang tersedia bagi pihak pemberi pinjaman terhadap risiko gagal bayar.

Dalam konteks tesis ini, manfaat laba operasional menjadi semakin strategis dengan adanya peran Subsidi Pemerintah. Karena tarif listrik seringkali diintervensi (dibatasi) oleh regulasi demi kepentingan publik, perusahaan listrik

berpotensi mengalami tekanan margin. Di sinilah laba operasional menjadi tolok ukur efektivitas manajemen: apakah perusahaan mampu menghasilkan surplus operasional melalui efisiensi internal dan optimalisasi subsidi, atau justru mengalami kerugian operasional yang menggerus ekuitas negara.

Secara ringkas, tujuan analisis laba operasional dalam penelitian ini adalah untuk memisahkan kinerja manajerial (efisiensi dan penjualan) dari kinerja finansial (pendanaan utang), memberikan gambaran yang jernih mengenai kesehatan fundamental perusahaan listrik di negara sampel.

2.1.4.3. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Laba Operasional

Dinamika pembentukan laba operasional bukanlah variabel tunggal, melainkan resultan dari interaksi kompleks berbagai determinan, baik yang bersumber dari kapabilitas internal entitas maupun volatilitas lingkungan eksternal. Di antara ragam determinan tersebut, volume penjualan teridentifikasi sebagai penggerak utama (*key driver*). Mulyadi (2015: 239) memberikan perspektif fundamental bahwa laba merupakan output dari ekuilibrium antara volume penjualan dan konfigurasi biaya. Secara spesifik, ia menekankan bahwa eskalasi penjualan hanya akan efektif mengerek laba apabila laju kenaikan biaya dapat dikendalikan sehingga tidak melampaui pertumbuhan pendapatan itu sendiri.

Determinan krusial berikutnya adalah tingkat efisiensi operasional. Variabel ini berfungsi sebagai mekanisme kontrol strategis untuk mereduksi beban produksi maupun operasional, yang secara langsung berkontribusi pada pelebaran margin profitabilitas. Validitas argumen ini didukung oleh postulat Hansen dan Mowen (2018: 58) yang menyatakan *operating profit increases when costs are*

reduced without reducing revenue. Kutipan tersebut menegaskan prinsip bahwa optimalisasi biaya tanpa mengorbankan arus pendapatan merupakan jalur paling efektif untuk mengamplifikasi laba operasional.

Dalam spektrum determinan lainnya, variabel *Leverage* turut memegang peranan signifikan dalam mendikte performa laba operasional. Integrasi instrumen utang ke dalam arsitektur permodalan secara inheren melahirkan konsekuensi finansial berupa kewajiban beban tetap (bunga) yang bersifat periodik dan mengikat. Gitman dan Zutter (2018: 514) mengelaborasi dampak volatilitas ini melalui pernyataan *financial leverage increases the variability of operating profits due to fixed financing costs*. Hal ini menunjukkan bahwa *leverage* dapat memperbesar atau justru menekan laba operasional, tergantung pada kemampuan perusahaan dalam menghasilkan pendapatan yang lebih besar dari biaya utangnya.

Selain faktor internal, faktor eksternal seperti kebijakan pemerintah juga memengaruhi laba operasional perusahaan. Subsidi pemerintah dapat menurunkan biaya produksi atau menjaga keterjangkauan harga jual, sehingga berdampak positif terhadap laba operasional. Mankiw (2018: 153) menyatakan bahwa *subsidies lower production costs and can improve firm profitability*. Dalam industri kelistrikan, subsidi pemerintah memiliki peran penting dalam menjaga keseimbangan antara keberlanjutan perusahaan dan kepentingan publik.

Dengan demikian, laba operasional merupakan hasil dari interaksi antara volume penjualan, efisiensi operasional, *leverage*, dan kebijakan subsidi pemerintah. Faktor-faktor tersebut saling memengaruhi dan menentukan

kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari aktivitas inti secara berkelanjutan.

2.1.4.4. Pengukuran Laba Operasional

Evaluasi kinerja profitabilitas perusahaan merupakan aspek krusial dalam analisis keuangan. Namun, pengukuran laba operasional atau *Earnings Before Interest and Taxes* (EBIT) tidak bersifat tunggal, melainkan dapat didekati dari berbagai perspektif tergantung pada dimensi kinerja yang ingin disoroti. Dalam literatur manajemen keuangan, terdapat tiga pendekatan matematis utama yang sering digunakan untuk mengukur laba operasional, yaitu pendekatan Nilai Nominal (*Absolute Value*), pendekatan Produktivitas Aset (*Basic Earning Power*), dan pendekatan Marjin Penjualan (*Operating Profit Margin*).

a. Pendekatan Nilai Nominal (*Absolute Value*)

Pendekatan pertama adalah pengukuran menggunakan nilai nominal atau angka mutlak. Metode ini menghitung selisih matematis antara pendapatan bersih dengan seluruh beban pokok dan beban operasional dalam satuan mata uang. Weygandt, Kimmel, dan Kieso (2018: 624) menjelaskan bahwa pendekatan ini merepresentasikan jumlah uang riil yang dihasilkan dari aktivitas bisnis utama perusahaan.

Secara matematis, formulasinya adalah sebagai berikut:

$$\text{Laba Operasional} = \text{Pendapatan Bersih} - (\text{HPP} + \text{Beban Operasional})$$

Kelemahan mendasar dari pendekatan nominal ini adalah bias skala (*size bias*). Perusahaan listrik dengan aset raksasa seperti PLN tentu akan mencatatkan nominal laba yang jauh lebih besar dibandingkan perusahaan

listrik yang lebih kecil di negara lain, sehingga sulit diperbandingkan secara setara (*apple-to-apple*) dalam analisis statistik lintas negara.

b. Pendekatan Rasio Kinerja (*Basic Earning Power*)

Pendekatan kedua meninjau laba operasional dari sisi efisiensi aset, yang dikenal dengan rasio *Basic Earning Power* (BEP). Indikator ini berfungsi sebagai metrik evaluasi fundamental untuk menakar produktivitas aset perusahaan dalam menjana laba operasional murni. Nilai yang dihasilkan merefleksikan kinerja aset secara independen, tanpa terdistorsi oleh intervensi beban pajak maupun struktur pendanaan (*leverage*). Formulasi matematis untuk pengukuran ini mengadopsi kerangka Brigham dan Houston (2019: 108), yang memetakan relasi tersebut sebagai:

$$\text{Basic Earning Power (BEP)} = \frac{\text{Laba Operasional (EBIT)}}{\text{Total Aset}}$$

Meskipun rasio ini efektif untuk mengukur produktivitas aset, penerapannya pada industri ketenagalistrikan seringkali kurang sensitif. Hal ini dikarenakan karakteristik aset tetap industri listrik (seperti pembangkit dan infrastruktur transmisi) yang sangat masif dan cenderung statis, sehingga perubahan kecil pada efisiensi manajerial seringkali tidak terlihat signifikan dalam pergerakan rasio ini.

c. Pendekatan Marjin Penjualan (*Operating Profit Margin*)

Pendekatan ketiga berfokus pada efisiensi penjualan, yaitu *Operating Profit Margin* (OPM). Secara teknis, rasio ini merepresentasikan proporsi surplus operasional yang berhasil dipertahankan entitas dari setiap unit pendapatan yang dibukukan. Angka ini diperoleh pasca-eliminasi seluruh

komponen biaya produksi (HPP) serta beban operasional rutin, sehingga memberikan gambaran riil mengenai efisiensi margin inti perusahaan. Gitman dan Zutter (2015: 81) mendefinisikan OPM sebagai indikator "murni" kinerja operasional yang mengabaikan beban bunga dan pajak.

Formulasi matematis untuk OPM adalah:

$$\text{Operating Profit Margin (OPM)} = \frac{\text{Laba Operasional (EBIT)}}{\text{Total Pendapatan Usaha}}$$

Dalam menentukan metode pengukuran Laba Operasional, pendekatan yang paling mendasar secara akuntansi adalah menggunakan Pendekatan Nilai Nominal, dengan formula:

$$\text{Laba Operasional} = \text{Pendapatan Usaha} - \text{Beban Operasional}$$

Meskipun formula tersebut merupakan standar umum dalam penyusunan laporan laba rugi, penerapannya dalam penelitian komparatif lintas negara (*cross-country study*) pada sektor ketenagalistrikan memiliki kelemahan fundamental terkait aspek kesebandingan (*comparability*).

Kelemahan utama terletak pada perbedaan struktur komponen "Pendapatan Usaha" akibat intervensi regulasi yang tidak seragam antar negara sampel. Pada kasus PT PLN (Persero) di Indonesia, komponen Pendapatan Usaha pada tahun – tahun tertentu terutama tahun 2019 – 2025, pendapatan usaha PLN tidak murni bersumber dari penjualan listrik kepada pelanggan, melainkan mencakup Pendapatan Subsidi dan Pendapatan Kompensasi dari pemerintah dalam porsi yang sangat signifikan. Pengakuan subsidi dan kompensasi sebagai bagian

dari pendapatan usaha ini merupakan konsekuensi dari kebijakan tarif di bawah harga keekonomian (*below cost recovery*).

Sebaliknya, pada perusahaan pembanding seperti Tenaga Nasional Berhad (TNB) di Malaysia atau *National Power Corporation* (NPC) di Filipina, mekanisme pemulihan biaya (*cost recovery*) diterapkan dengan skema yang berbeda (seperti *Imbalance Cost Pass-Through* di Malaysia), yang tidak selalu dicatatkan sebagai komponen pendapatan subsidi langsung dalam struktur top-line yang setara dengan PLN.

Jika penelitian ini menggunakan pengukuran nominal (Pendapatan Usaha – Beban Operasional), maka akan terjadi bias pengukuran (*measurement bias*). Laba operasional PLN akan terlihat "terdistorsi" oleh besaran subsidi non-tunai atau piutang kompensasi, yang membuatnya tidak *apple-to-apple* jika dibandingkan dengan laba operasional TNB atau NPC yang lebih mencerminkan pendapatan pasar murni. Kondisi ini bertentangan dengan prinsip akuntansi yang dikemukakan oleh Kieso, Weygandt, dan Warfield (2018: 45) mengenai urgensi prinsip Komparabilitas (*Comparability*). Menurut mereka, esensi dari komparabilitas adalah konsistensi metode pengukuran dan pelaporan antar entitas yang berbeda. Hal ini krusial agar para pemangku kepentingan mampu mengidentifikasi secara jernih persamaan maupun perbedaan substansial dalam peristiwa ekonomi antar perusahaan. Oleh sebab itu, validitas informasi keuangan sangat bergantung pada kemampuannya untuk disandingkan dengan perusahaan sejenis (*peers*). Mengingat adanya diskrepansi perlakuan akuntansi terhadap subsidi antara yang mengakuinya sebagai pendapatan dengan yang mencatatnya sebagai penyesuaian ekuitas serta

adanya variasi skala mata uang, maka penggunaan pendekatan nilai nominal absolut dinilai tidak valid secara metodologis.

Oleh karena itu, untuk memitigasi distorsi tersebut dan menstandarisasi pengukuran kinerja, penelitian ini tidak menggunakan rumus nominal, melainkan menggunakan pendekatan rasio *Operating Profit Margin* (OPM). Subramanyam (2014 : 42) membenarkan pendekatan ini dengan menyatakan bahwa analisis rasio adalah alat utama untuk mengatasi masalah perbedaan ukuran (*size*) dan perbedaan struktur pelaporan antar perusahaan. Maka dipilih rumus sebagai berikut :

$$\text{Operating Profit Margin (OPM)} = \frac{\text{Laba Operasional (EBIT)}}{\text{Total Pendapatan Usaha}}$$

Penggunaan rasio OPM memungkinkan peneliti guna mengukur tingkat efektivitas operasional yang sesungguhnya dalam mengonversi setiap satuan pendapatan menjadi keuntungan yang diakui, terlepas dari apakah pendapatan tersebut bersumber dari pelanggan atau subsidi pemerintah, sehingga memenuhi syarat komparabilitas statistik.

2.1.5. Subsidi Pemerintah

2.1.5.1. Definisi Subsidi Pemerintah

Kebijakan subsidi merupakan salah satu faktor eksternal berupa dukungan regulasi pemerintah yang berdampak substansial pada performa finansial entitas ketenagalistrikan. Fenomena tersebut tampak sangat menonjol di region Asia Tenggara, mengingat mayoritas negara menerapkan sistem tarif listrik berbasis regulasi. Dalam konteks tersebut, kebijakan subsidi berperan penting dalam menjaga keseimbangan antara keterjangkauan harga listrik bagi masyarakat dan keberlanjutan kinerja keuangan perusahaan listrik. Subsidi pada dasarnya diberikan

untuk menutup selisih antara biaya penyediaan listrik yang relatif tinggi dan tarif yang ditetapkan agar tetap terjangkau bagi konsumen, sehingga regulasi subsidi tidak semata-mata berperan sebagai perangkat jaring pengaman sosial, melainkan juga bertindak sebagai mekanisme penyeimbang keberlanjutan operasional perusahaan.

Dalam perspektif teori ekonomi publik, subsidi dipandang sebagai bentuk intervensi pemerintah ketika mekanisme pasar tidak mampu menyediakan layanan esensial secara efisien. Rosen dan Gayer (2014: 67) menyatakan bahwa *subsidies are used when market outcomes fail to achieve socially desired results*. Pandangan ini diperkuat oleh Stiglitz dan Rosengard (2015: 92) yang menegaskan bahwa subsidi diperlukan ketika terjadi kesenjangan antara biaya penyediaan dan harga yang dibayar konsumen, di mana *government intervention is justified when prices do not reflect true social costs*. Kondisi tersebut umum terjadi di sektor ketenagalistrikan karena tingginya kebutuhan investasi, besarnya proporsi biaya tetap, serta kompleksitas pemeliharaan jaringan.

Dalam praktiknya, bentuk kebijakan subsidi berbeda antarperusahaan listrik di kawasan Asia Tenggara. Pada perusahaan listrik milik negara seperti PT PLN (Persero) di Indonesia dan *National Power Corporation* (NPC) di Filipina, subsidi umumnya diberikan secara langsung sebagai kebijakan fiskal pemerintah untuk menutup selisih biaya pokok penyediaan listrik dan tarif yang ditetapkan kepada masyarakat. Subsidi ini bersifat eksplisit dan tercermin dalam mekanisme kompensasi atau pembayaran pemerintah kepada perusahaan listrik. Sebaliknya, pada Tenaga Nasional Berhad (TNB) di Malaysia, subsidi tidak selalu diberikan

dalam bentuk transfer fiskal langsung, melainkan melalui mekanisme regulasi tarif seperti *Imbalance Cost Pass-Through* (ICPT). Skema ICPT memungkinkan penyesuaian tarif secara periodik untuk mengompensasi perubahan biaya bahan bakar dan biaya pembangkitan, sehingga beban kenaikan biaya tidak sepenuhnya ditanggung perusahaan maupun konsumen.

Sebagai variabel moderasi, kebijakan subsidi memiliki potensi untuk memengaruhi kekuatan dan arah hubungan antara variabel operasional Perusahaan seperti volume penjualan, efisiensi operasional, *leverage*, dan struktur biaya terhadap pencapaian laba operasional. Keberadaan subsidi dapat memperkuat pengaruh variabel independen terhadap laba operasional ketika subsidi mampu menekan tekanan biaya, namun juga dapat melemahkannya apabila mekanisme subsidi membatasi fleksibilitas tarif dan efisiensi perusahaan. Dengan demikian, Selain berkedudukan sebagai faktor eksogen, kebijakan subsidi secara bersama-sama menjadi instrumen moderasi yang signifikan guna membedah variasi kinerja laba operasi perusahaan listrik.

Dinamika peran moderasi tersebut dapat diuraikan melalui rincian di bawah ini:

- a. Meningkatkan Signifikansi Hubungan Antara Volume Penjualan dan Laba Operasional

Ketika subsidi diberikan untuk menutup kekurangan biaya, peningkatan volume penjualan cenderung memberikan kontribusi yang lebih besar terhadap laba operasional. Hal ini disebabkan karena sebagian biaya telah ditanggung pemerintah, sehingga pendapatan tambahan dari kenaikan penjualan lebih langsung meningkatkan profit.

b. Menguatkan atau Menetralkan Dampak Efisiensi Operasional

Pada perusahaan tanpa subsidi, efisiensi berperan besar dalam menentukan kinerja keuangan. Namun, ketika subsidi hadir, tekanan biaya berkurang sehingga efisiensi tidak selalu berdampak setajam sebelumnya. Pada kondisi tertentu, subsidi bahkan dapat memperkuat manfaat efisiensi, karena perusahaan memiliki ruang fiskal lebih besar untuk berinvestasi dalam peningkatan kinerja.

c. Mengurangi Efek Negatif *Leverage* terhadap Laba

Karena tingginya biaya tetap dan fluktuasi harga energi global, subsidi membantu meredam volatilitas laba operasional. Dalam fungsi moderasinya, subsidi mengurangi sensitivitas laba terhadap perubahan biaya bahan bakar atau peningkatan biaya transmisi dan distribusi.

Secara konseptual, Subsidi Pemerintah yang merupakan dukungan regulasi pemerintah dapat didefinisikan sebagai: Instrumen kebijakan pemerintah yang bertujuan menjaga keberlanjutan operasional perusahaan listrik dengan menutup sebagian biaya produksi, sehingga memoderasi hubungan antara faktor-faktor operasional perusahaan dan kinerja keuangannya. Dengan definisi ini, subsidi diposisikan sebagai *buffer regulatory mechanism* yang mempengaruhi efektivitas strategi operasional perusahaan dalam menghasilkan laba.

Dalam kerangka makroekonomi, subsidi pemerintah ditempatkan sebagai alat kebijakan fiskal strategis yang didayagunakan guna memengaruhi aktivitas ekonomi dengan cara menurunkan biaya produksi atau harga barang dan jasa tertentu. Mankiw (2018: 153) menjelaskan bahwa subsidi diberikan oleh

pemerintah untuk mendorong produksi atau konsumsi, sebagaimana dinyatakan bahwa *a subsidy is a payment to buyers or sellers that reduces the cost of producing or consuming a good*. Pernyataan tersebut menunjukkan bahwa subsidi berfungsi sebagai mekanisme intervensi pemerintah dalam pasar guna mencapai tujuan ekonomi dan sosial tertentu.

Dalam teori ekonomi publik, subsidi sering dikaitkan dengan upaya pemerintah dalam mengatasi kegagalan pasar (market failure). Stiglitz (2016: 99) menyatakan bahwa subsidi dapat digunakan di saat mekanisme pasar mengalami kegagalan dalam mewujudkan distribusi sumber daya yang berkeadilan maupun efisien atau adil, di mana *government intervention through subsidies may be justified in the presence of market failures*. Dengan demikian, subsidi tidak hanya dipandang sebagai bantuan finansial, tetapi juga sebagai alat kebijakan untuk meningkatkan efisiensi dan kesejahteraan masyarakat.

Subsidi pemerintah juga memiliki peran strategis dalam sektor-sektor yang bersifat vital dan padat modal, seperti industri kelistrikan. Menurut pandangan Samuelson dan Nordhaus (2017: 412) subsidi kerap diimplementasikan sebagai instrumen pendukung bagi sektor industri yang dinilai krusial terhadap kemajuan ekonomi serta kesejahteraan masyarakat luas. Dalam industri listrik, subsidi diberikan untuk menjaga keterjangkauan tarif listrik bagi masyarakat serta menjamin keberlanjutan penyediaan energi.

Selain itu, subsidi pemerintah dapat berbentuk subsidi harga, subsidi input, maupun kompensasi biaya operasional. Bentuk subsidi tersebut bertujuan untuk menurunkan beban biaya perusahaan sehingga perusahaan dapat tetap beroperasi

secara efisien meskipun menghadapi keterbatasan dalam penetapan harga. Oleh karena itu, teori subsidi pemerintah memberikan dasar konseptual yang kuat dalam menjelaskan peran negara dalam mendukung kinerja perusahaan listrik yang berorientasi pada pelayanan publik.

2.1.5.2. Manfaat Subsidi Pemerintah

Dalam ekosistem industri ketenagalistrikan, khususnya di negara-negara berkembang seperti kawasan Asia Tenggara, subsidi pemerintah bukanlah sekadar instrumen bantuan keuangan pasif, melainkan sebuah alat kebijakan strategis yang memegang peran ganda. Secara fungsional, subsidi berperan sebagai bantalan sosial yang bertujuan memproteksi kemampuan konsumsi atau daya beli rumah tangga. Di waktu yang sama, kebijakan ini memiliki peran vital bagi stabilitas finansial serta keberlanjutan bisnis. Subsidi berfungsi sebagai penyeimbang neraca keuangan perusahaan listrik negara yang sering kali diwajibkan menjual produknya di bawah harga keekonomian.

Secara teoritis, manfaat utama subsidi berakar pada konsep kegagalan pasar (*market failure*) dan barang publik. Stiglitz dan Rosengard (2015: 78) dalam perspektif ekonomi sektor publik menjelaskan bahwa *Government intervention is required to correct market failures... Subsidies are transfer payments that are used to encourage the production or consumption of specific goods that are deemed socially desirable but would be under-consumed at market prices* yang berarti intervensi pemerintah melalui subsidi diperlukan ketika mekanisme pasar bebas tidak mampu menyediakan barang esensial dengan biaya yang bersahabat, memungkinkan semua kalangan masyarakat untuk menikmati.

Dalam konteks tesis ini, kutipan tersebut menegaskan bahwa listrik adalah komoditas strategis. Tanpa subsidi, tarif listrik akan melambung mengikuti volatilitas harga energi primer, yang dapat mengguncang stabilitas ekonomi makro. Oleh karena itu, subsidi hadir untuk menstabilkan harga (*price stabilization*) sekaligus menjamin ketersediaan pasokan energi.

Namun, jika ditinjau dari perspektif kinerja perusahaan (*firm performance*), manfaat subsidi bergeser menjadi mekanisme Pemulihan Biaya (*Cost Recovery*). Bagi perusahaan seperti PLN (Indonesia) atau EVN (Vietnam), tarif listrik seringkali ditetapkan oleh regulator (pemerintah) di bawah Biaya Pokok Penyediaan (BPP). Dalam situasi ini, subsidi bermanfaat untuk menutup celah (*gap*) kerugian operasional yang timbul akibat kebijakan tarif tersebut.

Todaro dan Smith (2015: 245) menyoroti peran ini dalam konteks pembangunan ekonomi, di mana subsidi energi seringkali menjadi *trade-off* antara efisiensi pasar dan stabilitas sosial-politik *Subsidies on energy and food are often employed in developing countries to protect the real incomes of the poor and to maintain social stability, although they can place a heavy burden on government budgets.*

Dengan demikian, pengintegrasian variabel subsidi dalam model penelitian ini bertujuan untuk menunjukkan bahwa tingkat profitabilitas perusahaan listrik di kawasan Asia Tenggara tidak semata-mata ditentukan oleh mekanisme pasar, seperti besaran volume penjualan. Sebaliknya, kinerja profitabilitas tersebut sangat dipengaruhi oleh kebijakan diskresioner serta dukungan fiskal yang diberikan oleh pemerintah.

2.1.5.3. Faktor – Faktor yang mempengaruhi Subsidi Pemerintah

Besaran alokasi subsidi pemerintah kepada perusahaan listrik negara tidak bersifat statis, melainkan sangat dinamis dan dipengaruhi oleh interaksi kompleks antara volatilitas pasar energi global dan kebijakan domestik. Dalam literatur ekonomi energi, terdapat beberapa determinan utama yang mempengaruhi keputusan pemerintah dalam memberikan atau menyesuaikan nilai subsidi.

Faktor pertama dan yang paling teknis adalah Fluktuasi Harga Energi Primer (*Energy Price Volatility*). Biaya produksi listrik sangat bergantung pada harga komoditas global seperti batubara, minyak, dan gas bumi. Ketika harga energi primer melambung tinggi namun pemerintah memutuskan untuk menahan tarif listrik agar tetap terjangkau. Dengan kondisi tersebut, selisih (*gap*) antara Biaya Pokok Penyediaan (BPP) dan harga jual listrik cenderung semakin melebar. Celah inilah yang harus ditutup oleh subsidi. International Energy Agency (IEA, 2020: 15) dalam laporannya menjelaskan mekanisme ini *Fossil fuel consumption subsidies are often calculated as the difference between the actual cost of supplying energy and the price paid by consumers. When international fuel prices rise and domestic prices are kept fixed, the magnitude of the subsidy increases automatically.* Kutipan tersebut menegaskan bahwa subsidi seringkali bersifat reaktif terhadap harga pasar dunia; semakin mahal biaya bahan bakar, semakin besar "talangan" yang harus disiapkan pemerintah untuk menjaga kesehatan arus kas perusahaan listrik.

Faktor kedua adalah pertimbangan Stabilitas Sosial dan Politik (*Social and Political Stability*). Di banyak negara berkembang, termasuk di kawasan Asia Tenggara, listrik dipandang sebagai kebutuhan publik yang esensial bagi kehidupan

masyarakat, sehingga posisinya melampaui sekadar komoditas yang diperdagangkan secara komersial. Pemerintah seringkali enggan menaikkan tarif listrik karena khawatir akan memicu keresahan sosial atau inflasi yang memberatkan masyarakat miskin. Clements et al. (2013: 8) dari International Monetary Fund (IMF) menyoroti aspek ekonomi politik ini *Energy subsidies are often used as a tool for social protection... Governments may be reluctant to raise energy prices because of the adverse impact on the real incomes of poor households and the potential for social unrest*. Dalam konteks ini, subsidi dipengaruhi oleh tingkat daya beli masyarakat. Jika kondisi ekonomi masyarakat sedang lesu, pemerintah cenderung mempertahankan atau bahkan menambah subsidi sebagai jaring pengaman sosial, meskipun hal tersebut membebani anggaran negara.

Faktor ketiga adalah Tujuan Pembangunan Ekonomi Makro. Subsidi energi seringkali dipertahankan untuk mendukung daya saing industri domestik. Dengan menyediakan listrik murah, pemerintah berharap dapat menekan biaya produksi sektor industri sehingga mampu bersaing di pasar global dan menyerap tenaga kerja. Todaro dan Smith (2015: 625) mencatat bahwa kebijakan harga yang disubsidi seringkali menjadi bagian dari strategi industrialisasi di negara berkembang, meskipun harus dibayar mahal dengan distorsi pasar.

2.1.5.4. Pengukuran Subsidi Pemerintah

Pengukuran besaran subsidi pemerintah pada entitas korporasi, khususnya di sektor energi, merupakan tantangan tersendiri dalam analisis keuangan karena perbedaan definisi dan mekanisme penyaluran antar negara. Dalam literatur ekonomi dan akuntansi sektor publik, terdapat beberapa pendekatan teoritis yang

umum digunakan untuk mengkuantifikasi nilai subsidi, di antaranya adalah pendekatan Nilai Nominal (*Budgetary Transfer*), pendekatan Kesenjangan Harga (*Price-Gap Approach*), dan pendekatan Rasio Intensitas Subsidi (*Subsidy Intensity Ratio*).

Pendekatan pertama adalah Nilai Nominal, yang mengukur subsidi berdasarkan jumlah uang tunai yang ditransfer pemerintah ke perusahaan sebagaimana tercatat dalam anggaran negara. Clements et al. (2013: 15) dari IMF menjelaskan bahwa pendekatan ini berfokus pada biaya fiskal eksplisit (*explicit fiscal cost*). Namun, kelemahan utama pendekatan ini dalam studi lintas negara adalah masalah kesebandingan mata uang dan skala ekonomi. Nilai nominal subsidi dalam Rupiah (Indonesia) tentu sulit diperbandingkan secara langsung dengan Ringgit (Malaysia) atau Peso (Filipina) tanpa mengalami distorsi kurs dan ukuran perusahaan.

Pendekatan kedua adalah Kesenjangan Harga (*Price-Gap Approach*), yang sering digunakan oleh lembaga internasional seperti *International Energy Agency* (IEA). Pendekatan ini menghitung subsidi sebagai selisih antara harga referensi pasar dunia dengan harga eceran domestik dikalikan volume konsumsi. IEA (2020: 21) menyatakan bahwa metode ini efektif untuk melihat subsidi implisit. Namun, pendekatan ini lebih bersifat makroekonomi dan seringkali tidak tercermin secara eksplisit dalam laporan keuangan perusahaan (*off-balance sheet*), sehingga kurang relevan untuk analisis kinerja keuangan korporasi.

Mengingat penelitian ini bertujuan untuk melihat dampak dukungan pemerintah terhadap profitabilitas perusahaan (*firm-level analysis*) di berbagai

negara Asia Tenggara, maka pendekatan yang dipilih adalah pendekatan ketiga, yaitu Rasio Intensitas Subsidi. Indikator ini dioperasionalkan sebagai tingkat kontribusi dukungan regulasi (Subsidi, Kompensasi, atau mekanisme sejenis) terhadap total pendapatan usaha.

Pemilihan rasio ini didasarkan pada justifikasi teoritis Standardisasi dan Substansi di atas Bentuk (*Substance over Form*). Setiap negara memiliki terminologi berbeda dalam memberikan dukungan:

- a. Indonesia (PLN): Menggunakan istilah "Subsidi" dan "Pendapatan Kompensasi".
- b. Malaysia (TNB): Menggunakan mekanisme *Imbalance Cost Pass-Through* (ICPT) atau Kumpulan Wang Industri Elektrik (KWIE).
- c. Philipina (NPC): Menggunakan mekanisme *Universal Charge*, khususnya komponen *Missionary Electrification* (UC-ME), sebagai bentuk pemulihan biaya untuk operasi kelistrikan di wilayah terpencil (*Small Power Utilities Group*).

Jika pengukuran hanya terpaku pada akun yang secara harfiah bernama "Subsidi", maka dukungan signifikan yang diterima oleh TNB (melalui ICPT) atau NPC (melalui *Universal Charge*) tidak akan terpotret dalam data, sehingga menimbulkan bias. Oleh karena itu, variabel ini menjumlahkan seluruh bentuk dukungan regulasi tersebut dibagi dengan total pendapatan.

Subramanyam (2014: 42) menegaskan bahwa penggunaan rasio dengan penyebut Total Pendapatan adalah teknik terbaik untuk menstandarisasi data dari perusahaan berbeda ukuran (*common-size analysis*). Dengan metode ini, peneliti

dapat mengetahui seberapa besar intensitas ketergantungan perusahaan terhadap bantuan pemerintah secara setara, terlepas dari perbedaan mata uang maupun istilah akuntansi yang digunakan di masing-masing negara.

Berdasarkan pertimbangan-pertimbangan tersebut, penelitian ini menggunakan formula tertentu untuk mengukur besaran Subsidi Pemerintah, sebagai berikut:

$$\text{Subsidi Pemerintah} = \frac{\text{Nilai Subsidi+Kompensasi +ICPT (Support)}}{\text{Total Pendapatan Usaha}}$$

Nilai rasio yang lebih tinggi mengindikasikan bahwa kontribusi pemerintah terhadap pembentukan pendapatan dan laba operasional perusahaan semakin dominan, sehingga menunjukkan tingkat efek moderasi yang kuat.

2.1.6. Penelitian Terdahulu

Dalam pelaksanaan suatu penelitian, landasan teori diperlukan sebagai dasar untuk dapat memperkuat kerangka berpikir beserta argumentasi peneliti. Salah satu upaya untuk membangun landasan pemahaman yang komprehensif adalah dengan menelaah berbagai penelitian terdahulu yang relevan dengan topik kajian ini.

Penelitian sebelumnya tidak hanya memberikan gambaran mengenai perkembangan penelitian di bidang tersebut, tetapi juga membantu peneliti dalam melihat celah penelitian (*research gap*), pendekatan yang pernah digunakan, serta hasil-hasil yang telah diperoleh.

Penelitian terdahulu yang relevan dan dapat dijadikan basis serta bukti penguat bagi riset ini diuraikan pada bagian berikut:

Tabel 2.1. Penelitian Terdahulu

No	Peneliti, Tahun, Tempat	Persamaan	Perbedaan	Kesimpulan	Sumber
1	Wang, B., et al. , (2024), Tempat:China (Studi kasus menggunakan data historis perusahaan pembangkit listrik tingkat provinsi)	<p>1. Variabel & Objek: Fokus pada Volume Penjualan & Laba.</p> <p>2.Konteks: Membahas efisiensi operasional dalam pasar yang kompetitif.</p>	<p>1. Variabel: Tidak ada <i>Leverage</i> & Subsidi.</p> <p>2. Metode: Simulasi Algoritma (A3C & Game Theory), bukan statistik.</p> <p>3. Waktu: Fokus pada pasar jangka pendek/menengah (bulanan), bukan data tahunan jangka panjang.</p>	<p>1. Strategi optimalisasi volume penjualan dan harga terbukti meningkatkan laba operasional secara signifikan.</p> <p>2. Peningkatan energi terbarukan menurunkan harga pasar, sehingga strategi volume harus adaptif untuk menjaga margin laba.</p> <p>3. Efisiensi biaya marginal adalah kunci utama daya saing perusahaan.</p>	Sustainable Energy, Grids and Networks, Vol. 40, Article 101553, ISSN: 2352-4677, Penerbit: Elsevier, Tahun 2024, Hal. 1-14.
2	Wulandari, S., et al., (2025), Tempat: Indonesia (Studi Kasus pada PT Perusahaan Listrik Negara / PLN Persero)	<p>1. Objek: Perusahaan Listrik.</p> <p>2. Variabel: Laba (Profitabilitas), Efisiensi (Aktivitas), <i>Leverage</i> (Modal/Aset).</p> <p>3. Periode: Time Series Tahunan 2020-2024.</p>	<p>1. Metode: Deskriptif (Scoring BUMN), bukan statistik inferensial.</p> <p>2. Variabel: Tidak ada Volume Penjualan & Subsidi.</p> <p>3. Lingkup: Studi kasus nasional.</p>	<p>1. Profitabilitas rendah menyebabkan kinerja keuangan dinilai "Kurang Sehat".</p> <p>2. Efisiensi operasional (piutang & persediaan) sangat baik.</p> <p>3. <i>Leverage</i> tinggi akibat ketergantungan utang investasi aset.</p>	Jurnal Manajemen Bisnis Kewirausahaan, Vol. 4, No. 3, Des 2025, Hal. 374-390. e-ISSN: 2829-2502. Penerbit: STIEPARI Semarang.
3	Mulyani, N. S. (2021); Indonesia (PLN UPJ Garut Kota)	<p>1. Variabel: Volume Penjualan (X) & Laba (Y).</p> <p>2. Objek: Perusahaan Listrik (PLN).</p> <p>3. Metode: Kuantitatif (Regresi Berganda).</p>	<p>1. Variabel: Menggunakan Biaya Operasional (bukan Efisiensi Rasio), tidak ada <i>Leverage</i> & Subsidi.</p> <p>2. Lingkup: Studi kasus unit lokal (UPJ Garut), bukan lintas negara.</p> <p>3. Data: Periode lampau (2009-2018).</p>	<p>1. Biaya Operasional berpengaruh negatif signifikan terhadap Laba Bersih.</p> <p>2. Volume Penjualan berpengaruh positif signifikan terhadap Laba Bersih.</p> <p>3. Secara bersama - sama, biaya dan volume mempengaruhi perolehan laba.</p>	Jurnal Wawasan Ilmiah, Vol. 3, No. 1, 2021. Hal. 408-419. Penerbit: STIE Yasa Anggana Garut.
4	Liu, J.P., et al. (2017); China	<p>1. Variabel: Efisiensi (TFEE) & Subsidi (Government Supervision).</p> <p>2. Objek: Pembangkit Listrik (Thermal Power).</p>	<p>1. Variabel: Fokus pada Efisiensi Energi (fisik), bukan Laba (finansial). Tidak ada <i>Leverage</i>.</p> <p>2. Metode: Data Envelopment Analysis (DEA) & Malmquist.Lingkup: China.</p>	<p>1. Supervisi Pemerintah (termasuk subsidi/insentif) berpengaruh positif terhadap efisiensi.</p> <p>2. Kapasitas Terpasang (terkait volume) yang berlebih justru menurunkan efisiensi.</p> <p>3. Efisiensi Teknis adalah pendorong utama kinerja industri listrik.</p>	Energies, Vol. 10, Issue 7, 2017, Art. 1039. Penerbit: MDPI.

No	Peneliti, Tahun, Tempat	Persamaan	Perbedaan	Kesimpulan	Sumber
5	Tsolas, I. E. (2021); Yunani (Pembangkit Listrik Fossil)	<p>1. Variabel: Efisiensi Operasional (Input vs Output), Volume Produksi (Listrik), & Profitabilitas (Pendapatan).</p> <p>2. Objek: Pembangkit Listrik.</p>	<p>1. Metode: Data Envelopment Analysis (DEA), bukan regresi statistik.</p> <p>2. Variabel: Tidak ada variabel <i>Leverage & Subsidi</i>. Data tingkat pabrik (plant level), bukan perusahaan korporat.</p>	<p>1. Efektivitas Penjualan (kemampuan mengubah volume listrik menjadi pendapatan) adalah pendorong utama kinerja laba.</p> <p>2. Efisiensi Teknis (operasional) saja tidak menjamin profitabilitas tinggi jika efektivitas penjualan rendah.</p> <p>3. Pembangkit gas alam terbukti lebih efisien dibanding lignit.</p>	International Journal of Energy Sector Management, Vol. 15, No. 5, 2021, Hal. 1019-1033. Penerbit: Emerald Publishing.
6	Vaninsky, A. (2006); Amerika Serikat	<p>1. Variabel: Efisiensi (Pemanfaatan Kapasitas vs Biaya Operasional).</p> <p>2. Objek: Industri Pembangkit Listrik (Electric Power Generation).</p>	<p>1. Metode: Data Envelopment Analysis (DEA).</p> <p>2. Variabel: Fokus teknis (Energi Hilang & Utilisasi Kapasitas), tidak ada Laba, <i>Leverage</i>, & Subsidi. Lingkup: Amerika Serikat (Data EIA).</p>	<p>1. Efisiensi pembangkit listrik stabil (1994-2000) namun menurun drastis setelahnya.</p> <p>2. Biaya Operasional dan Energi Hilang adalah input utama yang menentukan skor efisiensi.</p> <p>3. Keamanan sistem seringkali bertentangan dengan efisiensi biaya (dilema operasional).</p>	Energy Economics, Vol. 28, 2006. Hal. 326-338. Penerbit: Elsevier.
7	Febriyanti, S. & Citradewi, A. (2025); Indonesia (Sektor Properti BEI)	<p>1. Variabel: Efisiensi Operasional, <i>Leverage</i>, & Profitabilitas (Laba).</p> <p>2. Metode: Kuantitatif (Regresi/Path Analysis).</p>	<p>1. Variabel: Menggunakan Efisiensi sebagai Mediator (bukan Independen murni). Tidak ada Volume Penjualan & Subsidi. Ada variabel Likuiditas.</p> <p>2. Objek: Sektor Properti (bukan Listrik).</p>	<p>1. Efisiensi Operasional terbukti berpengaruh signifikan terhadap Profitabilitas.</p> <p>2. <i>Leverage</i> tidak berpengaruh langsung terhadap profitabilitas.</p> <p>3. Efisiensi operasional berhasil memediasi hubungan likuiditas ke profitabilitas, namun gagal memediasi <i>leverage</i>.</p>	EL MUHASABA: Jurnal Akuntansi, Vol. 16, No. 1, 2025. Hal. 28-44. Penerbit: IAIN Kudus.
8	Cui, Y., et al. (2021); China (Perusahaan Energi Baru)	<p>1. Variabel: Price Subsidy (Subsidi) & Financial Performance (Kinerja Keuangan/Laba).</p> <p>2. Objek: Sektor Energi (Listrik/Energi Baru).</p> <p>3. Metode: Kuantitatif (Regresi Data Panel).</p>	<p>1. Variabel: Menguji Environmental Effect sebagai variabel independen utama. Menggunakan Subsidi sebagai Mediator (bukan Moderator). Tidak ada variabel Volume Penjualan, Efisiensi, & <i>Leverage</i>.</p> <p>2. Lingkup: China (2011-2015).</p>	<p>1. Efek Lingkungan berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja keuangan (saat ini & masa depan).</p> <p>2. Subsidi Harga pemerintah meningkatkan kinerja keuangan perusahaan secara langsung.</p> <p>3. Subsidi berperan sebagai mediator yang memperkuat hubungan antara efek lingkungan dan profitabilitas.</p>	Energy Policy, Vol. 149, 2021, Art. 112050. Penerbit: Elsevier.

No	Peneliti, Tahun, Tempat	Persamaan	Perbedaan	Kesimpulan	Sumber
9	Liu, C.H., et al. (2010); Taiwan	<p>1. Variabel: Efisiensi Operasional (Kinerja Operasi).</p> <p>2. Objek: Pembangkit Listrik Termal (Termasuk Milik Negara & Swasta).</p>	<p>1. Metode: Data Envelopment Analysis (DEA).</p> <p>2. Variabel: Fokus pada efisiensi teknis (Input/Output fisik), tidak mengukur Laba, <i>Leverage</i>, atau Subsidi.</p> <p>3. Lingkup: Taiwan.</p>	<p>1. Pembangkit listrik swasta (IPP) terbukti lebih efisien secara operasional dibandingkan milik negara.</p> <p>2. Teknologi Combined Cycle memiliki skor efisiensi tertinggi.</p> <p>3. Manajemen input (bahan bakar & tenaga kerja) krusial untuk kinerja optimal.</p>	Energy Policy, Vol. 38, No. 2, 2010, Hal. 1049-1058. Penerbit: Elsevier.
10	Bai, R., et al. (2021); China	<p>1. Variabel: Subsidi Pemerintah, <i>Leverage</i>, & Profitabilitas (ROA).</p> <p>2. Objek: Perusahaan Energi.</p>	<p>1. Variabel: Fokus pada Investasi (bukan Laba Operasional). Tidak ada Volume Penjualan & Efisiensi.</p> <p>2. Metode: Model Non-linear (Functional-Coefficient).</p>	<p>1. Subsidi Pemerintah efektif meningkatkan investasi hanya jika ukuran perusahaan melewati ambang batas tertentu (threshold effect).</p> <p>2. <i>Leverage</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap keputusan investasi/kinerja.</p> <p>3. Profitabilitas (ROA) mendukung ekspansi perusahaan.</p>	Energy Policy, Vol. 159, 2021, Art. 112610. Penerbit: Elsevier.
11	Hu, L., et al. (2023); China (Energi Terbarukan)	<p>1. Variabel: Subsidi Pemerintah & Efisiensi.</p> <p>2. Objek: Perusahaan Energi.</p>	<p>1. Variabel: Fokus pada Efisiensi Inovasi (Teknologi), bukan Efisiensi Operasional (Keuangan). Tidak ada Volume Penjualan & <i>Leverage</i>.</p> <p>2. Metode: Panel Threshold Regression.</p>	<p>1. Subsidi Pemerintah secara signifikan meningkatkan efisiensi inovasi perusahaan.</p> <p>2. Terdapat efek ambang batas (threshold); subsidi paling efektif pada rentang nominal tertentu.</p> <p>3. Perusahaan swasta (non-BUMN) lebih efektif memanfaatkan subsidi dibanding perusahaan negara.</p>	Sustainability, Vol. 15, Issue 1, 2023, Art. 534. Penerbit: MDPI.
12	Tang, J. (2025); China (Studi Kasus BYD)	<p>1. Variabel: Subsidi Pemerintah (X), Efisiensi Operasional (Aset/Inventory Turnover), & Kinerja Keuangan/Laba (ROE).</p> <p>2. Periode: 2015-2024 (Sama persis dengan tesis).</p> <p>3. Objek: Sektor Energi Baru (Kendaraan Listrik).</p>	<p>1. Metode: Deskriptif Kualitatif/Tren (Studi Kasus Tunggal), bukan statistik inferensial.</p> <p>2. Variabel: Subsidi sebagai variabel Independen (bukan Moderasi). Tidak ada variabel <i>Leverage</i>.</p> <p>3. Lingkup: Perusahaan tunggal (BYD).</p>	<p>1. Subsidi Pemerintah berdampak positif terhadap kemampuan operasional dan profitabilitas (ROE).</p> <p>2. Sebelum 2022, kinerja keuangan sangat bergantung pada subsidi; setelahnya, laba tumbuh berkat inovasi mandiri meski subsidi berkurang.</p> <p>3. Efisiensi Operasional (perputaran aset) meningkat seiring adanya dukungan subsidi.</p>	Research Paper, Hal. 96-101, Tahun 2025. Judul: The Impact of Government Subsidies on Financial Performance of BYD.

No	Peneliti, Tahun, Tempat	Persamaan	Perbedaan	Kesimpulan	Sumber
13	Zhao, Q., et al. (2024); China (Industri Kendaraan Listrik)	<p>1. Variabel: Subsidi Pemerintah (Government Subsidies).</p> <p>2. Metode: Kuantitatif (Regresi Data Panel).</p>	<p>1. Variabel: Fokus pada Inovasi Teknologi (bukan Laba). Membedakan jenis subsidi (R&D vs Non-R&D). Tidak ada Volume, Efisiensi, & <i>Leverage</i>.</p> <p>2. Objek: Manufaktur EV.</p>	<p>1. Subsidi R&D pemerintah berpengaruh positif signifikan terhadap inovasi perusahaan.</p> <p>2. Subsidi Non-R&D tidak efektif dan cenderung menghambat inovasi (crowding-out effect).</p> <p>3. Efektivitas subsidi sangat bergantung pada ketepatan alokasi penggunaannya.</p>	World Electric Vehicle Journal, Vol. 15, Issue 7, 2024, Art. 304. Penerbit: MDPI.
14	Sahlan, V. & Abdi, M. (2022); Indonesia (Sektor Farmasi BEI)	<p>1. Variabel: Efisiensi Operasional, <i>Leverage</i> (DER), & Kinerja Keuangan (ROE).</p> <p>2. Metode: Kuantitatif (Regresi Data Panel).</p>	<p>1. Variabel: Menggunakan Efektivitas Pemasaran (TATO). Tidak ada Volume Penjualan & Subsidi.</p> <p>2. Objek: Sektor Farmasi (bukan Listrik). Periode: 2015-2019 (lebih pendek).</p>	<p>1. Efisiensi Operasional (Rasio Beban/Penjualan) berpengaruh negatif signifikan terhadap Kinerja Keuangan (Semakin rendah beban/efisien, kinerja makin tinggi).</p> <p>2. Efektivitas Pemasaran (TATO) berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja.</p> <p>3. <i>Leverage</i> (DER) berpengaruh positif signifikan terhadap ROE.</p>	Jurnal Manajerial dan Kewirausahaan, Vol. 4, No. 1, 2022. Hal. 243-251. ISSN: 2657-0025. Penerbit: Univ. Tarumanagara.
15	Lendrawati, A. & Abdi, M. (Est. 2022); Indonesia (Sektor Ritel BEI)	<p>1. Variabel: Efisiensi Operasional, <i>Leverage</i>, & Kinerja Keuangan.</p> <p>2. Metode: Kuantitatif (Regresi Berganda). Periode: 2016-2020.</p>	<p>1. Objek: Sektor Ritel (bukan Listrik).</p> <p>2. Variabel: Menggunakan Efektivitas Pemasaran. Tidak ada Volume Penjualan & Subsidi.</p> <p>3. Metode: Menggunakan <i>EViews</i> 11 (Regresi Linear Berganda).</p>	<p>1. Efisiensi Operasional berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja keuangan (Semakin efisien/biaya rendah, kinerja meningkat).</p> <p>2. <i>Leverage</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja (Utang tinggi menurunkan kinerja).</p> <p>3. Efektivitas Pemasaran berpengaruh positif terhadap kinerja.</p>	Artikel Riset/Jurnal, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Tarumanagara.
16	Fauziah, F., et al. (2018); Indonesia (BEI)	<p>1. Variabel: Profitabilitas & <i>Leverage</i>.</p> <p>2. Metode: Kuantitatif (Regresi Berganda).</p>	<p>1. Variabel Dependen: Struktur Keuangan (bukan Laba Operasional).</p> <p>2. Variabel Independen: <i>Leverage</i> Operasi & Pertumbuhan Penjualan (bukan Volume Fisik). Tidak ada Subsidi.</p> <p>3. Objek: Manufaktur.</p>	<p>1. Profitabilitas berpengaruh paling dominan terhadap Struktur Keuangan.</p> <p>2. Pertumbuhan Penjualan berpengaruh terhadap struktur keuangan.</p> <p>3. <i>Leverage</i> Operasi terbukti tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur keuangan.</p>	Jurnal Riset Mahasiswa Akuntansi (JRMA), Vol. 6, No. 1, April 2018, Hal. 1-12. ISSN: 2337-5663. Penerbit: Universitas Kanjuruhan Malang.

No	Peneliti, Tahun, Tempat	Persamaan	Perbedaan	Kesimpulan	Sumber
17	Yudiandari, C. I. D. (2018); Indonesia (Perbankan BEI)	<p>1. Variabel: Operating <i>Leverage</i> & Pertumbuhan Penjualan.</p> <p>2. Metode: Kuantitatif (Regresi Linear Berganda).</p>	<p>1. Variabel Dependen: Struktur Modal (bukan Laba Operasional).</p> <p>2. Variabel: Menguji Profitabilitas sebagai variabel independen. Tidak ada Subsidi.</p> <p>3. Objek: Sektor Perbankan. Periode: 2013-2015.</p>	<p>1. Operating <i>Leverage</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap Struktur Modal.</p> <p>2. Pertumbuhan Penjualan berpengaruh negatif signifikan terhadap Struktur Modal.</p> <p>3. Profitabilitas & Ukuran Perusahaan tidak berpengaruh terhadap Struktur Modal.</p>	E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana, Vol. 22, No. 1, 2018, Hal. 408-437, ISSN: 2302-8556, Penerbit: Universitas Udayana.
18	Safaryansyah, R., et al. (2025); Pontianak (PLN ULP)	<p>1. Objek: Perusahaan Listrik (PLN).</p> <p>2. Variabel: Fokus utama pada Volume Penjualan Listrik (kWh).</p>	<p>1. Metode: Data Mining (Forecasting/Prediksi), bukan uji pengaruh (Kausal).</p> <p>2. Variabel: Tidak menghubungkan penjualan dengan Laba, Subsidi, atau <i>Leverage</i>. Fokus pada akurasi target penjualan.</p> <p>3. Lingkup: Kota Pontianak.</p>	<p>1. Metode Regresi Linear terbukti akurat untuk memprediksi volume penjualan listrik (kWh) di masa depan berdasarkan data historis.</p> <p>2. Pola penjualan listrik masa lalu memiliki hubungan linear yang kuat terhadap capaian target penjualan bulan berikutnya.</p> <p>3. Sistem prediksi membantu efisiensi operasional dalam perencanaan distribusi energi.</p>	Journal of Artificial Intelligence and Engineering Applications, Vol. 4, No. 3, 2025, Hal. Akhir 1781, e-ISSN: 2808-4519, Penerbit: IO Informatics.
19	Hanan, N.N. & Fuady, M.S. (2023); Indonesia	<p>1. Variabel: Fokus utama pada Subsidi Listrik (Variabel Moderasi Tesis).</p> <p>2. Objek: Sektor Kelistrikan Nasional (PLN/Pemerintah).</p>	<p>1. Metode: Tinjauan Kebijakan (Review) & Deskriptif Anggaran, bukan statistik inferensial.</p> <p>2. Sudut Pandang: Fiskal/Belanja Negara, bukan Kinerja Laba Perusahaan.</p> <p>3. Variabel: Tidak membahas <i>Leverage</i> atau Profitabilitas korporat secara langsung.</p>	<p>1. Reformasi Kebijakan (seperti penyesuaian tarif) efektif menurunkan beban subsidi sementara, namun subsidi kembali naik jika Biaya Pokok Penyediaan (BPP) listrik meningkat.</p> <p>2. Kenaikan subsidi juga dipicu oleh bertambahnya volume konsumsi pelanggan golongan bersubsidi.</p> <p>3. Mekanisme subsidi yang ideal harus membatasi volume konsumsi (kWh) agar tepat sasaran dan efisien.</p>	Jurnal Pajak dan Keuangan Negara (PKN), Vol. 4, No. 2, 2023, Hal. 529-538. Penerbit: Politeknik Keuangan Negara STAN.

No	Peneliti, Tahun, Tempat	Persamaan	Perbedaan	Kesimpulan	Sumber
20	Cao, M., et al. (2022); China & USA (Data Texas)	<p>1. Variabel: Volume Penjualan Listrik (Electricity Sales).</p> <p>2. Objek: Perusahaan Listrik (Power Enterprise).</p>	<p>1. Metode: Deep Learning (ST-ResNet) untuk prediksi teknis, bukan regresi kausalitas ekonomi.</p> <p>2. Variabel: Fokus pada data Spatio-Temporal (Cuaca, Waktu), tidak ada variabel Keuangan (Laba, Subsidi, <i>Leverage</i>).</p>	<p>1. Volume Penjualan Listrik sangat dipengaruhi oleh faktor eksternal (cuaca, musim, lokasi).</p> <p>2. Prediksi volume penjualan yang akurat sangat krusial untuk perencanaan pembangkit dan manajemen operasi jaringan.</p> <p>3. Metode baru (ST-ResNet) terbukti lebih akurat dibanding metode konvensional dalam memproyeksi target penjualan.</p>	Energies, Vol. 15, No. 23, 2022, Art. 8844 (Hal. 1-15). ISSN: 1996-1073. Penerbit: MDPI.
21	Rusdy (2023); Indonesia (PT PLN Persero)	<p>1. Objek: PT PLN (Persero).</p> <p>2. Variabel: Profitabilitas (ROA) & Solvabilitas/<i>Leverage</i> (DAR).</p>	<p>1. Metode: Komparatif (Uji Beda Paired Sample T-Test), bukan Regresi Pengaruh.</p> <p>2. Variabel: Fokus pada dampak pandemi (Event Study). Tidak ada Volume Penjualan & Subsidi.</p> <p>3. Periode: 2018-2021.</p>	<p>1. Tidak terdapat perbedaan signifikan pada kinerja keuangan (Likuiditas, Solvabilitas, Profitabilitas) sebelum dan sesudah pandemi.</p> <p>2. <i>Leverage</i> (DAR) dan Profitabilitas (ROA) PLN cenderung stabil dan tidak mengalami guncangan statistik yang berarti akibat pandemi.</p> <p>3. Kinerja keuangan PLN tetap terjaga meskipun menghadapi krisis makroekonomi.</p>	Jurnal Mirai Management, Vol. 8, No. 2, 2023, Hal. 528-534. ISSN: 2597-4084. Penerbit: Program Studi Manajemen, STIE AMKOP Makassar.
22	Usaini, M. A. (2025); Indonesia (BEI)	<p>1. Variabel: <i>Leverage</i> & Profitabilitas.</p> <p>2. Metode: Regresi Linear Berganda (SPSS).</p> <p>3. Periode: 2019-2022 (Terbaru).</p>	<p>1. Objek: Perusahaan Manufaktur/Energi (Bukan Listrik Spesifik).</p> <p>2. Variabel: Menggunakan Company Size. Tidak ada Subsidi & Volume Penjualan.</p>	<p>1. <i>Leverage</i> berpengaruh signifikan terhadap Profitabilitas.</p> <p>2. Ukuran Perusahaan (Company Size) berpengaruh signifikan terhadap Profitabilitas.</p> <p>3. Secara bersama - sama, kedua variabel mempengaruhi profitabilitas sebesar 54,6%.</p>	International Journal of The Newest Finance and Accounting (INFA), Vol. 3, No. 2, August 2025, Hal. 245-250. ISSN: 2986-5239. Penerbit: PT. Great Performance Consulting.
23	Widyastuti, R. D. & Khairunnisa (2025); Indonesia (BUMN BEI)	<p>1. Variabel: <i>Leverage</i> (DER) & Kinerja Keuangan (ROA).</p> <p>2. Objek: BUMN (Relevan dengan PLN).</p> <p>3. Metode: Kuantitatif (Regresi Data Panel).</p>	<p>1. Variabel: Menggunakan GCG (Komisaris, Direksi, Audit) & Ukuran Perusahaan. Tidak ada Efisiensi, Volume, & Subsidi.</p> <p>2. Periode: 2018-2023.</p>	<p>1. <i>Leverage</i> (DER) berpengaruh positif signifikan terhadap Kinerja Keuangan (ROA); utang produktif meningkatkan laba.</p> <p>2. GCG (Komite Audit) berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja.</p> <p>3. Ukuran Perusahaan, Dewan Komisaris, & Direksi tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan.</p>	Jurnal Keberlanjutan, Vol. 9, No. 2, 2025, Hal. 147-159. e-ISSN: 2614-3291. Penerbit: Universitas Pasundan.

No	Peneliti, Tahun, Tempat	Persamaan	Perbedaan	Kesimpulan	Sumber
24	Mahdalena, S. E. & Muniroh, H. (2025); Indonesia (Sektor Pertambangan BEI)	<p>1. Variabel: <i>Leverage</i> (DER), Pertumbuhan Penjualan (Sales Growth), & Profitabilitas.</p> <p>2. Metode: Kuantitatif (Regresi).</p>	<p>1. Variabel Dependen: Financial Distress (Kesulitan Keuangan), bukan Laba Operasional.</p> <p>2. Objek: Pertambangan. Variabel: Ada Likuiditas. Tidak ada Subsidi & Efisiensi.</p>	<p>1. <i>Leverage</i> (DER) berpengaruh negatif terhadap kondisi keuangan (utang tinggi menurunkan skor kesehatan finansial/meningkatkan risiko distress).</p> <p>2. Pertumbuhan Penjualan berpengaruh positif terhadap kesehatan keuangan.</p> <p>3. Profitabilitas & Likuiditas berpengaruh positif mencegah financial distress.</p>	International Journal of The Newest Finance and Accounting (INFA), Vol. 3, No. 1, April 2025, Hal. 13-22. e-ISSN: 2986-5239. Penerbit: PT. Great Performance Consulting.
25	Pan, X., et al. (2023); China (Perusahaan Energi Hidrogen)	<p>1. Variabel: Subsidi Pemerintah (Government Subsidies) & Profit Ekonomi (Laba).</p> <p>2. Objek: Sektor Energi (Hidrogen).</p> <p>3. Metode: Kuantitatif (Analisis Empiris).</p>	<p>1. Variabel: Membedakan jenis subsidi (R&D vs Produksi). Fokus pada rantai industri (Hulu vs Menengah). Tidak ada <i>Leverage</i> & Efisiensi Operasional.</p> <p>2. Objek: Spesifik Hidrogen (Energi Baru).</p>	<p>1. Subsidi Pemerintah (baik R&D maupun Produksi) secara efektif meningkatkan keuntungan ekonomi perusahaan energi.</p> <p>2. Subsidi R&D lebih berdampak signifikan pada perusahaan sektor hulu (upstream).</p> <p>3. Subsidi Produksi lebih berdampak signifikan pada perusahaan sektor menengah (sel bahan bakar) dibanding subsidi R&D.</p>	Renewable Energy, Vol. 211, 2023, Hal. 445-451. ISSN: 0960-1481. Penerbit: Elsevier.
26	Sazly, S., et al. (2024); Indonesia (PT PLN Persero)	<p>1. Objek: PT PLN (Persero).</p> <p>2. Variabel: Kinerja Bisnis (Business Performance) & Efisiensi Operasional.</p> <p>3. Periode: 2019-2023 (Terkini).</p>	<p>1. Metode: Springate S-Score (Prediksi Kebangkrutan/Distress), bukan Regresi Faktor Laba.</p> <p>2. Variabel: Fokus pada Financial Distress & Transformasi Digital. Tidak ada Subsidi & Volume Penjualan secara spesifik.</p>	<p>1. PLN mengalami tekanan keuangan (financial distress) signifikan pada tahun 2021, namun membaik pada 2022-2023.</p> <p>2. Inefisiensi Operasional memperburuk kondisi keuangan PLN.</p> <p>3. Ketergantungan tinggi pada pendanaan eksternal (<i>leverage</i>) meningkatkan kerentanan perusahaan terhadap tekanan pembayaran utang.</p>	Dynamic Management Journal, Vol. 8, No. 4, Tahun 2024, Hal. 988-1002. ISSN: 2580-2127 (Online). Penerbit: Universitas Muhammadiyah Tangerang.
27	Dorigoni, S. & Anzalone, G.A. (2024); Eropa (64 Perusahaan Listrik)	<p>1. Objek: Perusahaan Utilitas Listrik (Electric Utilities).</p> <p>2. Variabel: Kinerja Keuangan (Profitabilitas/ROA).</p> <p>3. Metode: Kuantitatif (Regresi Data Panel).</p>	<p>1. Fokus Variabel: Dampak Energi Terbarukan (Renewable Share).</p> <p>2. Variabel Lain: Tobin's q & WACC. Tidak ada Subsidi, Volume Penjualan, & Efisiensi Operasional.</p> <p>3. Lokasi: Eropa (Continental Europe).</p>	<p>1. Porsi pembangkit energi terbarukan (Renewable Share) berpengaruh positif signifikan terhadap Profitabilitas (ROA).</p> <p>2. Energi terbarukan juga meningkatkan Valuasi Pasar (Tobin's q).</p> <p>3. Namun, tidak ditemukan pengaruh signifikan terhadap risiko biaya modal (WACC), yang bisa menjadi hambatan investasi hijau.</p>	Energy Policy, Vol. 194, 2024, Art. 114323. ISSN: 0301-4215. Penerbit: Elsevier.

No	Peneliti, Tahun, Tempat	Persamaan	Perbedaan	Kesimpulan	Sumber
28	Setijaningsih, H. T. & Merisa (2021); Indonesia (Sektor F&B BEI)	<p>1. Variabel: <i>Leverage & Sales Growth</i> (Pertumbuhan Penjualan).</p> <p>2. Metode: Kuantitatif (Regresi Berganda).</p>	<p>1. Variabel Dependen: Earnings Management (Manajemen Laba), bukan Laba Operasional.</p> <p>2. Variabel Moderasi: Corporate Governance. Tidak ada Subsidi & Efisiensi.</p> <p>3. Objek: Manufaktur Makanan & Minuman.</p>	<p>1. Sales Growth berpengaruh negatif signifikan terhadap Manajemen Laba (Pertumbuhan penjualan yang tinggi menurunkan insentif manipulasi laba).</p> <p>2. <i>Leverage</i> terbukti tidak berpengaruh signifikan terhadap manajemen laba.</p> <p>3. Earning Power berpengaruh positif signifikan.</p>	<p>Advances in Economics, Business and Management Research (Proceedings ICEBM), Vol. 653, Tahun 2021, Hal. 380-385. ISSN: 2352-5428. Penerbit: Atlantis Press.</p>
29	Handoyo, S., et al. (2023); Indonesia (Manufaktur BEI)	<p>1. Variabel: Efisiensi Operasional & Kinerja (Manufacturing Performance).</p> <p>2. Metode: Kuantitatif. Lokasi: Indonesia.</p>	<p>1. Objek: Sektor Manufaktur Umum (bukan Listrik/Energi).</p> <p>2. Variabel: Fokus pada Strategi Bisnis & Struktur Kepemilikan. Tidak ada Subsidi & <i>Leverage</i>.</p> <p>3. Konteks: Open Innovation.</p>	<p>1. Efisiensi Operasional berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja manufaktur (Efisiensi tinggi meningkatkan kinerja).</p> <p>2. Perusahaan dengan Strategi Proaktif (Prospector) memiliki kinerja lebih baik dibanding strategi defensif.</p> <p>3. Struktur Kepemilikan Asing lebih unggul dalam menghadapi ketidakpastian pasar dibanding domestik.</p>	<p>Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity, Vol. 9, Art. 100039, 2023, Hal. 1-14, ISSN: 2199-8531, Penerbit: Elsevier.</p>
30	Prasetyo, W. H., et al. (2024); Indonesia (Sektor Kesehatan BEI)	<p>1. Variabel: <i>Leverage & Sales Growth</i> (Pertumbuhan Penjualan).</p> <p>2. Metode: Kuantitatif (SEM-PLS).</p> <p>2. Periode: 2019-2023.</p>	<p>1. Variabel Dependen: Profit Growth (Pertumbuhan Laba).</p> <p>2. Variabel Moderasi: Firm Size (Ukuran Perusahaan), bukan Subsidi.</p> <p>3. Objek: Sektor Kesehatan.</p> <p>4. Variabel: Ada Activity Ratio & Liquidity.</p>	<p>1. <i>Leverage & Sales Growth</i> terbukti tidak berpengaruh terhadap Pertumbuhan Laba (Profit Growth).</p> <p>2. Ukuran Perusahaan (Firm Size) memperlemah pengaruh Sales Growth terhadap pertumbuhan laba.</p> <p>3. Ukuran Perusahaan memperkuat pengaruh Liquidity terhadap pertumbuhan laba.</p>	<p>Indonesian Interdisciplinary Journal of Sharia Economics (IIJSE), Vol. 7, No. 2, Tahun 2024, Hal. 4709-4729. e-ISSN: 2621-606X. Penerbit: IIJSE / Universitas Pelita Bangsa.</p>
31	Cahyani, I., et al. (2024); Indonesia (Sektor Keuangan BEI)	<p>1. Variabel: Struktur Modal (<i>Leverage</i>) & Profitabilitas.</p> <p>2. Metode: Moderated Regression Analysis (MRA).</p>	<p>1. Variabel Dependen: Nilai Perusahaan (bukan Laba/Kinerja Operasional).</p> <p>2. Peran Profitabilitas: Sebagai Variabel Moderasi.</p> <p>3. Objek: Sektor Keuangan.</p>	<p>1. Struktur Modal berpengaruh negatif signifikan terhadap Nilai Perusahaan (Utang tinggi menurunkan nilai).</p> <p>2. Profitabilitas terbukti tidak mampu memoderasi pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan.</p> <p>3. Kepemilikan Institusional berpengaruh negatif signifikan.</p>	<p>EKOMA: Jurnal Ekonomi, Manajemen, Akuntansi, Vol. 3, No. 2, Januari 2024, Hal. 966-986. ISSN: 2828-5298. Penerbit: Fakultas Ekonomi, UNJ.</p>

No	Peneliti, Tahun, Tempat	Persamaan	Perbedaan	Kesimpulan	Sumber
32	Silviani, R. (2024); Indonesia (Bank Umum Syariah)	<p>1. Variabel: BOPO (Efisiensi Operasional).</p> <p>2. Metode: Kuantitatif, Moderated Regression Analysis (MRA). (<i>EViews</i> 12).</p>	<p>1. Variabel Dependen: DPK (Dana Pihak Ketiga), bukan Profitabilitas/Laba.</p> <p>2. Variabel Moderasi: Jumlah Kantor, bukan Subsidi Pemerintah.</p> <p>3. Objek: Bank Syariah.</p> <p>4. Variabel: Ada Pertumbuhan Ekonomi & Bagi Hasil.</p>	<p>1. BOPO berpengaruh positif signifikan terhadap DPK (semakin tinggi beban/biaya, dana pihak ketiga justru meningkat - anomali sektor perbankan syariah).</p> <p>2. Bagi Hasil berpengaruh negatif signifikan terhadap DPK.</p> <p>3. Jumlah Kantor hanya memoderasi pertumbuhan ekonomi, tetapi tidak dapat memoderasi pengaruh BOPO terhadap DPK.</p>	Maqrizi: Journal of Economics and Islamic Economics, Vol. 4, No. 2, 2024, Hal. 164-181. Penerbit: Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam, IAIN Manado.
33	Putra, B. K., et al. (2025); Indonesia (Manufaktur BEI)	<p>1. Variabel: <i>Leverage</i>, Profitabilitas, & Ukuran Perusahaan.</p> <p>2. Metode: Kuantitatif (Moderated Regression Analysis/MRA).</p> <p>3. Periode: 2010-2021.</p>	<p>1. Variabel Dependen: Kebijakan Dividen (bukan Laba Operasional).</p> <p>2. Variabel Moderasi: Kepemilikan Institusional (bukan Subsidi Pemerintah).</p> <p>3. Variabel Lain: Likuiditas & Free Cash Flow.</p>	<p>1. <i>Leverage</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen (utang tinggi menurunkan kemampuan bayar dividen).</p> <p>2. Profitabilitas & Ukuran Perusahaan berpengaruh positif signifikan.</p> <p>3. Variabel moderasi (Kepemilikan Institusional) mampu memperlemah dampak negatif <i>Leverage</i> dan memperkuat dampak positif Profitabilitas.</p>	COMSERVA: Jurnal Penelitian dan Pengabdian Masyarakat, Vol. 5, No. 1, Mei 2025, Hal. 201-219. e-ISSN: 2798-5210. Penerbit: COMSERVA.
34	Jaya, I. G. N. M. & Sunengsih, N. (2009); Indonesia (Jawa Barat)	<p>1. Metode: Menggunakan Regresi Data Panel (Fixed Effect & Random Effect) untuk data gabungan time series dan cross section.</p>	<p>1. Objek: Studi kasus Penyerapan Tenaga Kerja (Makroekonomi).</p> <p>2. Variabel: Produksi, Modal, & Upah. Tidak membahas variabel keuangan/listrik.</p>	<p>1. Metode Data Panel mampu mengakomodasi keragaman unit cross section yang tidak bisa ditangani regresi biasa.</p> <p>2. Uji Hausman digunakan untuk memilih antara Fixed Effect (FEM) atau Random Effect (REM).</p> <p>3. Dalam studi kasus ini, model REM terpilih sebagai model terbaik dengan determinasi (R^2) 60,28%.</p>	Prosiding Seminar Nasional Penelitian, Pendidikan dan Penerapan MIPA, Tahun 2009, Hal. M-51 s.d. M-57. Penerbit: Fakultas MIPA, Universitas Negeri Yogyakarta.
35	Oktavia, W. & Komara, E. F. (2025); Indonesia (Sektor Apparel & Luxury Goods BEI)	<p>1. Variabel: Sales Growth & Profitabilitas (ROA).</p> <p>2. Metode: Kuantitatif (Regresi Data Panel & MRA).</p> <p>3. Periode: 2019-2023.</p>	<p>1. Variabel Dependen: Financial Distress (Kesulitan Keuangan), bukan Laba Operasional.</p> <p>2. Variabel Moderasi: Firm Size (Ukuran Perusahaan), bukan Subsidi Pemerintah.</p> <p>3. Variabel Lain: Current Ratio.</p>	<p>1. ROA dan Current Ratio berpengaruh negatif signifikan terhadap Financial Distress (Profitabilitas & Likuiditas tinggi mencegah kebangkrutan).</p> <p>2. Sales Growth (Pertumbuhan Penjualan) terbukti tidak berpengaruh terhadap Financial Distress.</p> <p>3. Ukuran Perusahaan mampu memperkuat pengaruh ROA, namun gagal memoderasi pengaruh Sales Growth dan Current Ratio.</p>	AKUA: Jurnal Akuntansi dan Keuangan, Vol. 4, No. 4, Oktober 2025, Hal. 645-658. e-ISSN: 2809-851X. Penerbit: YP3A.

2.2. Kerangka Pemikiran

Industri ketenagalistrikan di Asia Tenggara umumnya tidak beroperasi dalam mekanisme pasar persaingan sempurna, melainkan dalam kerangka ekonomi yang diatur negara dengan mandat pelayanan publik. Perusahaan listrik memiliki kewajiban menyediakan energi yang terjangkau bagi masyarakat sekaligus mempertahankan keberlanjutan finansial. Dalam konteks tersebut, laba operasional dipandang sebagai indikator utama kesehatan bisnis karena mencerminkan kemampuan perusahaan menghasilkan surplus ekonomi dari aktivitas inti sebelum memperhitungkan biaya pendanaan dan pajak. Brealey, Myers, dan Allen (2023: 86) menyatakan bahwa *operating income reflects the firm's performance from core business activities*. Pernyataan ini menunjukkan bahwa laba operasional merepresentasikan kinerja operasional murni perusahaan tanpa distorsi struktur modal, sehingga relevan untuk menilai sektor utilitas yang padat aset dan berbiaya tetap tinggi.

Dalam penelitian ini, laba operasional diproyeksikan sebagai selisih antara pendapatan operasional dan biaya operasional, yang mencerminkan kemampuan perusahaan mempertahankan keberlanjutan aktivitas inti. Pada industri listrik, indikator ini sangat penting karena besarnya investasi infrastruktur, dominasi biaya tetap, serta sensitivitas terhadap kebijakan tarif pemerintah.

Salah satu determinan utama laba operasional adalah volume penjualan listrik yang diukur dalam *Gigawatt-hour* (GWh), yaitu jumlah energi yang berhasil disalurkan dan dibayar oleh pelanggan. Variabel ini merepresentasikan tingkat aktivitas operasional sekaligus permintaan terhadap listrik. Secara teoritis,

peningkatan volume penjualan akan meningkatkan laba melalui mekanisme skala ekonomis. Varian (2023: 410) menyatakan bahwa *average cost declines as output increases because fixed costs are spread over more units*. Hal ini menunjukkan bahwa peningkatan output menurunkan biaya rata-rata per unit sehingga potensi keuntungan meningkat apabila harga jual berada di atas biaya produksi.

Temuan penelitian terdahulu memperkuat hubungan positif antara volume penjualan dan laba. Mulyani (2021: 78) menemukan bahwa peningkatan volume penjualan berpengaruh signifikan terhadap kenaikan laba perusahaan, sedangkan biaya operasional berpengaruh negatif. Wang et al. (2024: 12) menunjukkan bahwa pertumbuhan permintaan listrik meningkatkan kinerja utilitas, sementara Tsolas (2021: 215) menegaskan bahwa efektivitas penjualan merupakan determinan utama profitabilitas perusahaan. Namun, hubungan tersebut tidak selalu linear dalam industri ketenagalistrikan yang tarifnya diregulasi. Tarif listrik sering ditetapkan di bawah biaya pokok penyediaan demi tujuan sosial, sehingga tambahan penjualan dapat menghasilkan margin negatif. Wang et al. (2024: 12) menunjukkan bahwa pada utilitas di negara berkembang, pertumbuhan permintaan tidak selalu meningkatkan profitabilitas apabila struktur tarif tidak mencerminkan biaya produksi.

Dalam kondisi harga di bawah biaya ekonomi, setiap tambahan unit listrik yang dijual berpotensi memperbesar kerugian operasional karena pendapatan per unit lebih rendah daripada biaya produksi. Dengan demikian, peningkatan volume penjualan tidak secara otomatis meningkatkan laba, bahkan dapat menurunkannya. Kondisi ini menunjukkan bahwa hubungan antara volume penjualan dan laba

operasional bersifat kontekstual dan bergantung pada faktor eksternal, terutama kebijakan fiskal pemerintah.

Subsidi pemerintah hadir sebagai instrumen fiskal untuk menutup kesenjangan antara tarif yang dibayarkan konsumen dan biaya produksi listrik. Guthrie, Li, dan Yu (2023: 42) menyatakan bahwa *government subsidies compensate firms for mandated below-cost pricing*. Pernyataan ini menegaskan bahwa subsidi merupakan kompensasi atas kewajiban perusahaan menjual layanan publik di bawah biaya ekonomi. Cuervo-Cazurra et al. (2023: 19) menyatakan bahwa *state involvement fundamentally shapes firm outcomes in strategic industries*. Hal ini menunjukkan bahwa intervensi negara menjadi faktor struktural yang menentukan kinerja perusahaan utilitas.

Penelitian terdahulu menunjukkan bahwa subsidi meningkatkan stabilitas operasi dan efisiensi perusahaan energi. Liu et al. (2017: 1032) menemukan bahwa subsidi meningkatkan efisiensi melalui stabilisasi biaya dan dukungan investasi. Li dan Liang (2021: 567) menyatakan bahwa *energy subsidies improve profitability under regulated pricing by stabilizing cash flows*. Artinya, subsidi memberikan kepastian arus kas yang memungkinkan perusahaan menutup biaya tetap yang besar dan mempertahankan operasi jangka panjang.

Lebih jauh, subsidi tidak hanya meningkatkan laba secara langsung, tetapi menentukan apakah peningkatan volume penjualan akan menghasilkan keuntungan atau kerugian. Tanpa subsidi, tambahan penjualan dalam kondisi tarif di bawah biaya justru memperbesar kerugian karena setiap unit menghasilkan margin negatif. Sebaliknya, dengan subsidi, pendapatan efektif per unit meningkat sehingga

penjualan tambahan menghasilkan surplus. Dengan demikian, pengaruh volume penjualan terhadap laba operasional bergantung pada tingkat subsidi yang diterima.

Secara konseptual, kondisi tersebut memenuhi definisi variabel moderasi, yaitu variabel yang memengaruhi kekuatan atau arah hubungan antara variabel independen dan dependen. Dalam konteks ini, subsidi mengubah hubungan volume penjualan terhadap laba operasional dari berpotensi negatif menjadi positif. Tanpa subsidi, peningkatan volume dapat menurunkan laba; dengan subsidi, peningkatan volume meningkatkan laba. Oleh karena itu, subsidi bukan sekadar variabel independen tambahan, melainkan faktor yang menentukan apakah aktivitas operasional menghasilkan keuntungan atau kerugian. Secara ekonomi, subsidi berfungsi sebagai mekanisme penutup kesenjangan harga (*price gap filling*) yang memungkinkan skala ekonomis benar-benar menghasilkan profit.

Selain faktor permintaan, laba operasional juga dipengaruhi oleh efisiensi operasional perusahaan yang diukur melalui rasio BOPO, yaitu perbandingan antara biaya operasional dan pendapatan operasional. Rasio ini mencerminkan kemampuan manajemen dalam mengendalikan biaya; semakin rendah nilainya, semakin efisien perusahaan. Barney (2021: 112) menyatakan bahwa *sustainable competitive advantage arises from valuable, rare, inimitable, and non-substitutable resources*. Hal ini menunjukkan bahwa kemampuan mengelola sumber daya secara efisien merupakan sumber utama keunggulan kompetitif dan profitabilitas jangka panjang. Febriyanti dan Citradewi (2025: 40) menunjukkan bahwa perusahaan listrik dengan efisiensi tinggi mampu mempertahankan profitabilitas meskipun terjadi kenaikan harga energi primer.

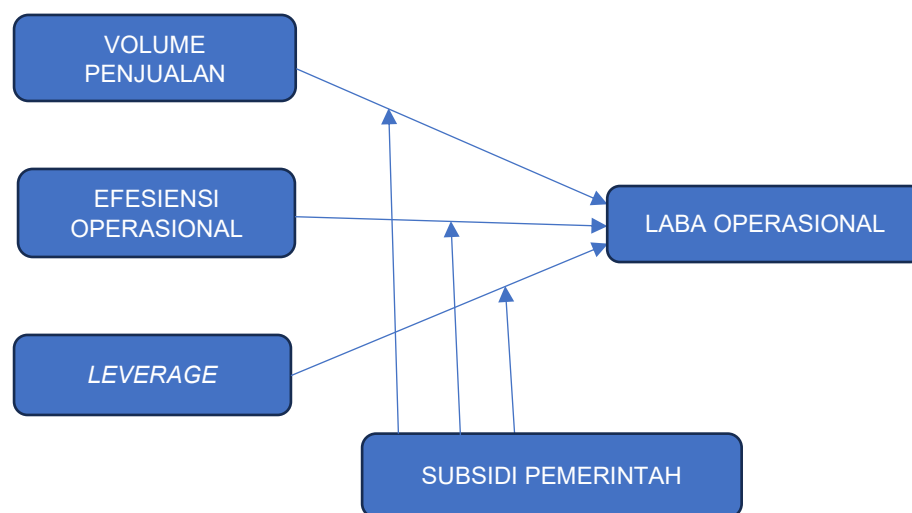
Struktur pendanaan perusahaan yang direpresentasikan oleh *Debt to Asset Ratio* (DAR) juga memengaruhi laba operasional. Rasio ini menunjukkan seberapa besar aset perusahaan dibiayai oleh utang. Ross, Westerfield, dan Jordan (2022: 512) menyatakan bahwa *debt financing provides tax advantages but increases financial risk*. Pernyataan ini menegaskan bahwa penggunaan utang memberikan manfaat pajak tetapi sekaligus meningkatkan risiko keuangan akibat kewajiban pembayaran bunga yang bersifat tetap. Zutter dan Smart (2022: 488) menyatakan bahwa *high leverage increases fixed obligations and reduces financial flexibility*. Hal ini menunjukkan bahwa kewajiban tetap yang tinggi dapat menekan kemampuan perusahaan mempertahankan kinerja operasional apabila arus kas tidak stabil.

Pada perusahaan yang memiliki keterkaitan kuat dengan negara, subsidi juga memengaruhi persepsi risiko oleh kreditur. Berk dan DeMarzo (2023: 605) menyatakan bahwa *implicit government support reduces perceived default risk*. Dukungan negara menurunkan risiko gagal bayar yang dipersepsikan sehingga perusahaan dapat memperoleh pendanaan dengan biaya lebih rendah dan mempertahankan *leverage* tinggi tanpa tekanan profitabilitas yang ekstrem.

Secara keseluruhan, laba operasional perusahaan ketenagalistrikan merupakan hasil interaksi antara volume penjualan sebagai faktor pasar, efisiensi operasional sebagai faktor internal, dan *leverage* sebagai faktor finansial. Namun, hubungan tersebut tidak berlangsung dalam mekanisme pasar bebas, melainkan sangat dipengaruhi oleh kebijakan fiskal negara. Subsidi pemerintah berperan sebagai variabel moderasi kunci yang menentukan apakah peningkatan aktivitas

operasional akan menghasilkan keuntungan atau justru kerugian. Dalam kondisi tarif listrik yang ditetapkan di bawah biaya ekonomi, subsidi menjadi mekanisme kompensasi yang memungkinkan perusahaan mengonversi peningkatan penjualan, efisiensi, dan kapasitas pendanaan menjadi laba operasional yang berkelanjutan.

Berdasarkan teori dan bukti empiris sebelumnya, penelitian ini merumuskan hubungan antarvariabel dalam kerangka pemikiran berikut:



Gambar 2.1. Kerangka Pemikiran

2.3. Hipotesis

Perumusan hipotesis dalam penelitian ini didasarkan pada landasan teori ekonomi serta konsep-konsep dalam manajemen keuangan, serta temuan empiris terkait kinerja perusahaan listrik di negara Asia Tenggara. Perusahaan listrik di kawasan ini memiliki sejumlah ciri umum, seperti kebutuhan investasi modal yang besar, struktur biaya operasional yang tinggi, regulasi tarif oleh pemerintah, serta ketergantungan tertentu pada dukungan fiskal berupa subsidi. Berdasarkan

pertimbangan tersebut, penelitian ini mengajukan enam hipotesis penelitian yang dirumuskan sebagai berikut:

- H1 : Volume penjualan, efisiensi operasional, dan *leverage* secara bersama-sama berpengaruh terhadap peningkatan laba operasional.
- H2 : Volume penjualan berpengaruh terhadap peningkatan laba operasional
- H3 : Efisiensi operasional berpengaruh terhadap peningkatan laba operasional
- H4 : *Leverage* berpengaruh terhadap peningkatan laba operasional
- H5 : Subsidi Pemerintah memoderasi pengaruh volume penjualan terhadap laba operasional
- H6 : Subsidi Pemerintah memoderasi pengaruh efisiensi operasional terhadap laba operasional
- H7 : Subsidi Pemerintah memoderasi pengaruh *leverage* terhadap laba operasional