BAB II
DASAR TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

2.1. Landasan Teori

2.1.1. Teori Sinyal (*Signalling Theory*)

Teori sinyal menekankan pada pentingnya informasi yang dikeluarkan oleh perusahaan terhadap keputusan investasi pihak eksternal. Teori ini berakar dari adanya asimetri informasi, suatu kondisi dimana manajemen memiliki akses informasi internal yang lebih banyak dibanding investor (Spence, 1973). Untuk mengurangi kesenjangan informasi tersebut, manajemen memberikan sinyal berupa informasi keuangan yang kredibel guna memberikan gambaran mengenai prospek perusahaan di masa depan.

Pengungkapan mengenai *capital expenditure* (CAPEX) bertindak sebagai sinyal positif yang mengkomunikasikan komitmen perusahaan terhadap ekspansi dan pertumbuhan jangka panjang. Pengalokasian dana untuk belanja modal sering kali diinterpretasikan oleh pasar sebagai bukti bahwa manajemen memiliki peluang investasi yang menguntungkan di masa depan (Islamiyah & Fidiana, 2024). Demikian pula dengan kebijakan struktur modal, keputusan manajemen dalam memilih sumber pendanaan mengirimkan pesan mengenai stabilitas keuangan dan tingkat risiko perusahaan. Penggunaan utang dalam porsi tertentu dapat memberikan sinyal bahwa perusahaan yakin dengan kemampuan arus kasnya untuk membayar kewajiban di masa yang akan datang (Putri & Sari, 2024). Investor akan merespons sinyal-sinyal tersebut melalui aktivitas perdagangan saham yang pada akhirnya akan menentukan fluktuasi nilai perusahaan di pasar modal.

2.1.2. Teori *Trade-off*

Menurut Kraus dan Litzenberger (1973) teori *trade-off* berargumen bahwa perusahaan menentukan tingkat utang yang optimal dengan menyeimbangkan keuntungan pajak dari penggunaan utang (*tax shield*) terhadap biaya kesulitan keuangan (*financial distress*) dan biaya keagenan. Menurut pandangan ini, penggunaan utang akan meningkatkan nilai perusahaan hingga titik tertentu di mana penghematan pajak dari bunga utang masih lebih besar daripada risiko kebangkrutan yang mungkin timbul.

Myers (1984) menekankan bahwa dalam kondisi riil, perusahaan tidak selalu dapat mencapai struktur modal optimal secara instan karena ada biaya penyesuaian (*adjustment costs*). Sebaliknya, Modigliani & Miller (1963) dalam proposisi dengan pajak, memberikan pemahaman bahwa nilai perusahaan dapat dimaksimalkan dengan meningkatkan utang secara agresif untuk memanfaatkan perlindungan pajak bunga, meskipun pandangan ini kemudian dikritik karena mengabaikan risiko biaya kebangkrutan yang menjadi inti dari teori *trade-off* modern.

Urgensi penggunaan teori *trade-off* sebagai landasan dalam penelitian ini terletak pada karakteristik industri transportasi yang bersifat padat modal (*capital intensive*). Dalam industri ini, struktur modal memerlukan analisis mendalam karena besarnya aset tetap menuntut pendanaan jangka panjang yang signifikan. Teori ini menjadi fundamental untuk menguji apakah penambahan utang yang digunakan untuk membiayai ekspansi (CAPEX) masih berada dalam batas yang aman untuk meningkatkan nilai perusahaan, atau justru telah melampaui titik optimal sehingga meningkatkan risiko gagal bayar yang dapat merusak persepsi investor di pasar modal.

2.2. Nilai Perusahaan

2.2.1. Definisi Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan merupakan cerminan dari tingkat keberhasilan perusahaan dalam mengelola sumberdaya yang dimiliki, secara umum terlihat pada harga sahamnya di pasar modal. Menurut Brigham dan Houston (2019), nilai perusahaan adalah harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli seandainya perusahaan tersebut dijual. Nilai perusahaan yang tinggi merupakan indikator bahwa manajemen telah berhasil meningkatkan kemakmuran pemegang saham melalui keputusan investasi, pendanaan, dan kebijakan dividen yang tepat (Brigham & Houston, 2019).

Namun, dalam literatur terkini mengatakan, nilai perusahaan telah mengalami penajaman kontekstual yang lebih spesifik terhadap perilaku pasar. Menurut Putri dan Sari (2024) menekankan bahwa pada era pasca-pandemi, nilai perusahaan tidak lagi hanya dipandang dari profitabilitas jangka pendek, melainkan lebih banyak dipengaruhi oleh efisiensi belanja modal dan stabilitas struktur modal. Rahman dan Azizah (2023) menambahkan bahwa bagi industri yang bersifat *capital intensive* seperti sektor transportasi, nilai perusahaan menjadi sangat rentan terhadap perubahan struktur pendanaan karena memiliki risiko yang besar terhadap beban tetap yang harus ditanggung perusahaan. Sejalan dengan perspektif tersebut, Sartono (2018) menegaskan bahwa nilai perusahaan merupakan nilai jual perusahaan sebagai suatu entitas bisnis yang sedang berjalan, di mana prospek pertumbuhan di masa depan menjadi faktor penentu utama bagi investor dalam memberikan valuasi.

2.2.2. Pengukuran Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan diukur secara objektif maka dari itu diperlukan proksi yang mampu mencerminkan penilaian pasar terhadap aset dan prospek entitas. Dua proksi yang dominan dalam penelitian manajemen keuangan adalah :

1. *Price to Book Value* (PBV)

   PBV mengukur nilai yang diberikan pasar keuangan kepada manajemen dan organisasi perusahaan sebagai sebuah perusahaan yang terus tumbuh (Brigham & Houston, 2019). Rasio ini membandingkan harga pasar saham dengan nilai buku per lembar saham. Menurut Sari dan Mildawati (2017), PBV yang tinggi menunjukkan bahwa pasar mengapresiasi kinerja perusahaan melebihi modal yang disetorkan, yang sekaligus mencerminkan tingginya kemakmuran pemegang saham. Dalam industri transportasi, PBV sering digunakan untuk melihat sejauh mana aset fisik mampu menciptakan nilai tambah di mata investor. PBV dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$Price\ to\ book\ Value\ (PBV) = \frac{Harga\ Pasar\ Saham}{Laba\ Per\ Saham}$$

2. Tobin’s Q

   Proksi ini dianggap lebih komprehensif karena tidak hanya melibatkan nilai ekuitas, tetapi juga seluruh kewajiban perusahaan dibandingkan dengan nilai penggantian aset tetapnya. Menurut Utami dan Paramita (2024), Tobin’s Q memberikan gambaran mengenai efektivitas manajemen dalam mengelola sumberdaya ekonomi untuk menciptakan nilai pasar. Indikasi yang menyatakan bahwa manajemen berhasil mengelola aset dengan efisien adalah nilai Q > 1 sehingga, pasar menghargai perusahaan lebih tinggi dari nilai investasi asetnya. Hal ini sangat relevan untuk industri padat

modal di mana keputusan *Capital Expenditure* (CAPEX) secara langsung akan mempengaruhi nilai penggantian aset dalam perhitungan Tobin's Q. Rumus perhitungan pada penelitian ini menggunakan Tobin's Q:

$$Tobin's\ Q = \frac{(Market\ Value\ Equity\ +\ Total\ Dept)}{Total\ Aset}$$

2.3. *Capital Expenditure* (CAPEX)

2.3.1. Definisi *Capital Expenditure* (CAPEX)

Capital Expenditure atau belanja modal merupakan pengalokasian dana yang dilakukan oleh perusahaan untuk memperoleh, memperbaiki atau meningkatkan umur manfaat aset tetap guna menunjang kapasitas operasional jangka panjang (Mulyadi, 2016). Belanja modal adalah pengeluaran yang manfaatnya mencakup lebih dari satu periode akuntansi, sehingga nilainya dikapitalisasi ke dalam harga perolehan aset tetap di neraca dan disusutkan secara sistematis. Dari perspektif manajerial, Brigham dan Houston (2019) mendefinisikan belanja modal sebagai investasi dalam aset tetap yang diharapkan mampu menghasilkan arus kas masuk di masa depan yang melebihi nilai investasi awal.

Dalam literatur keuangan modern, fokus pembahasan CAPEX telah bergeser dari sekedar pencatatan aset menjadi indikator strategis pertumbuhan perusahaan. Wahyuni dan Setyowati (2023) berpendapat bahwa CAPEX adalah bentuk komitmen manajemen untuk mendanai proyek dengan *Net Present Value* (NPV) positif yang berfungsi sebagai sinyal optimisme manajemen terhadap prospek laba masa depan. Hal ini diperkuat juga oleh Islamiyah dan Fidiana (2024) yang menyatakan bahwa bagi perusahaan yang terdaftar di bursa, besarnya belanja modal mencerminkan

Investment Opportunity Set (IOS) atau peluang pertumbuhan yang tersedia bagi perusahaan tersebut.

Namun, terdapat perbandingan perspektif yang lebih kritis dari riset terbaru. Putri dan Sari (2024) menekankan bahwa pengaruh CAPEX terhadap nilai perusahaan tidak selalu positif secara linear pada perusahaan dengan tingkat utang tinggi, belanja modal yang terlalu agresif justru dapat direspon negatif oleh pasar karena dianggap memperburuk risiko likuiditas. Sejalan dengan itu, Prasetyo dan Darmayanti (2020) memperingatkan adanya risiko investasi berlebih, di mana pengeluaran modal yang tidak diimbangi dengan efisiensi penggunaan aset justru akan menurunkan nilai perusahaan akibat beban penyusutan yang tinggi tanpa diikuti pertumbuhan pendapatan yang sebanding.

2.3.2. Pengukuran *Capital Expenditure* (CAPEX)

Dalam penelitian keuangan, *capital expenditure* (CAPEX) tidak diukur secara absolut melainkan diproksikan melalui rasio untuk menyesuaikan dengan skala perusahaan. Terdapat beberapa pendekatan proksi yang digunakan oleh para peneliti :

1. Rasio CAPEX terhadap Total Aset

   Proksi ini mengukur intensitas investasi aset tetap relatif terhadap total sumber daya yang dimiliki perusahaan. Menurut Putri dan Sari (2024), penggunaan rasio *Capital Expenditure to Total Assets* memberikan gambaran yang lebih akurat mengenai seberapa agresif manajemen dalam melakukan ekspansi atau peremajaan aset dibandingkan dengan ukuran perusahaan tersebut. Rumus ini umum digunakan dalam industri transportasi yang padat modal untuk melihat efisiensi penambahan aset tetap terhadap struktur kekayaan perusahaan (Islamiyah &

Fidiana, 2024). Rasio CAPEX terhadap total aset dihitung menggunakan:

$$CAPEX\ Ratio = \frac{Net\ Asset_t + Depresiasi}{Total\ Asset_{t-1}}$$

2. Rasio CAPEX terhadap Nilai Buku Aset Tetap

   Pendekatan lain adalah membandingkan belanja modal dengan nilai buku aset tetap yang sudah ada. Wahyuni dan Setyowati (2023) menjelaskan bahwa proksi ini efektif untuk mengukur tingkat pertumbuhan aset produktif secara spesifik. Jika rasio ini tinggi, hal tersebut mengindikasikan bahwa perusahaan sedang melakukan modernisasi teknologi atau penambahan kapasitas operasional yang signifikan, yang sering kali ditangkap oleh pasar sebagai sinyal positif pertumbuhan jangka panjang. Rasio CAPEX terhadap nilai buku aset tetap dapat dihitung menggunakan rumus:

$$CAPEX\ to\ PPE = \frac{Capital\ Expenditure}{Net\ Property, Plant, and\ Equipment\ (PPE)}$$

3. Pertumbuhan Belanja Modal (CAPEX Growth)

   Beberapa peneliti menggunakan tingkat pertumbuhan tahunan dari belanja modal untuk melihat konsistensi investasi perusahaan. Prasetyo dan Darmayanti (2020) berpendapat bahwa pertumbuhan CAPEX yang stabil mencerminkan keberlanjutan strategi ekspansi perusahaan, yang memiliki korelasi kuat terhadap peningkatan nilai perusahaan di masa depan.

Pertumbuhan belanja modal dapat dihitung menggunakan rumus:

$$CAPEX\ Growth = \frac{CAPEX_t - CAPEX_{t-1}}{CAPEX_{t-1}}$$

2.4. Struktur Modal

2.4.1. Definisi Struktur Modal

Struktur modal merupakan perimbangan atau perbandingan antara modal asing (utang) dengan modal sendiri (ekuitas) yang digunakan perusahaan sebagai sumber pendanaan jangka panjang. Menurut Brigham dan Houston (2019), struktur modal yang optimal adalah struktur modal yang memaksimalkan harga saham perusahaan melalui keseimbangan antara risiko dan pengembalian. Keputusan struktur modal melibatkan pemilihan instrumen keuangan yang tepat untuk mendanai operasional dan ekspansi perusahaan.

Kebijakan struktur modal dalam penelitian ini didasarkan pada Teori *Trade-Off*. Kraus dan Litzenberger (1973) menyatakan bahwa perusahaan akan berupaya mencapai struktur modal optimal dengan menyeimbangkan keuntungan perlindungan pajak dari bunga utang (*tax shield*) dengan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*) dan biaya keagenan. Namun terdapat perbedaan perspektif dari para ahli, Myers (1984) melalui *Pecking Order Theory* berpendapat bahwa perusahaan lebih mengutamakan pendanaan internal dibandingkan utang untuk menghindari asimetri informasi.

Dalam penelitian terbaru pada sektor transportasi di Indonesia, Sutrisno dan Widarjono (2022) menjelaskan bahwa pemegang peranan vital dari karakteristik industri yang memiliki risiko operasional tinggi adalah struktur modal. Perusahaan harus sangat berhati-hati dalam menentukan tingkat *leverage* agar beban bunga

tidak mengganggu stabilitas arus kas. Lalu pendapat lain yang dikemukakan oleh Putri dan Sari (2024) ialah struktur modal yang dikelola dengan baik akan memberikan sinyal positif kepada pasar namun penggunaan utang yang melebihi batas optimal justru akan menekan nilai perusahaan. Hal ini didukung oleh Rahman dan Azizah (2023) yang menekankan bahwa ukuran perusahaan juga menjadi faktor penentu seberapa besar kapasitas utang yang dapat ditanggung perusahaan sebelum hal tersebut berdampak negatif pada nilai pasar.

2.4.2. Pengukuran Struktur Modal

Struktur modal dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan rasio *leverage*, yaitu *Dept to Equity Ratio* (DER). Pemilihan proksi ini didasarkan pada kemampuannya untuk menggambarkan sejauh mana perusahaan dibiayai oleh utang dibandingkan dengan ekuitas yang dimiliki. Menurut Putri dan Sari (2024), DER merupakan indikator kunci yang digunakan oleh investor untuk menilai risiko keuangan perusahaan; semakin tinggi nilai DER, semakin besar ketergantungan perusahaan pada pendanaan eksternal yang meningkatkan risiko bayar.

Sari dan Mildawati (2017) sejalan dengan pandangan tersebut yang menjelaskan bahwa DER mencerminkan perimbangan antara total liabilitas (jangka panjang dan jangka pendek) dengan total ekuitas pemegang saham. Dalam industri transportasi yang bersifat *capital intensive* penggunaan DER menjadi sangat relevan karena aset tetap yang besar sering kali didanai melalui kewajiban jangka panjang. Rumus untuk menghitung DER adalah sebagai berikut:

$$DER = \frac{Total\ Liabilitas}{Total\ Ekuitas}$$

2.5. Penelitian Terdahulu

Beberapa penelitian sebelumnya yang menjadi rujukan mengenai CAPEX dan struktur modal terhadap nilai perusahaan yaitu:

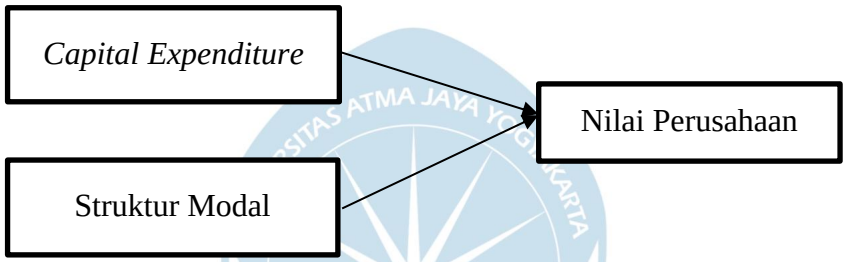
Tabel 2.1. Ringkasan Penelitian Terdahulu

No.	Peneliti	Variabel dan Objek	Hasil
1.	Bruce Lanskyaris, Mimelientesa Irman, dan Yenny Wati (2024)	Variabel Dependen (Y): Nilai perusahaan dan kinerja keuangan Variabel Independen (X): *Capital Expenditure*, *Good Corporate Governance*, Struktur modal, dan *leverage* Objek : Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2017-2021.	a. *Capital expenditure* berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. b. GCG tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. c. Struktur modal berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. d. *Leverage* tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. e. *Capital expenditure* berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan. f. GCG tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan. g. Struktur modal tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan. h. *Leverage* tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan. i. Nilai perusahaan berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan.
2.	Putri Zafirah Nabila Amro dan Nur Fadjrih Asyik	Variabel Dependen (Y): Nilai perusahaan Variabel Independen (X): *Profitability*, Ukuran perusahaan, dan Struktur modal	a. *Profitability* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. b. Ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. c. Struktur modal

No.	Peneliti	Variabel dan Objek	Hasil
	(2021)	Objek: Perusahaan sektor industri properti dan *Real Estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama tahun 2017-2019.	berpengaruh terhadap nilai perusahaan.
3.	Nurlatifah dan Purwatiningsih (2024)	Variabel Dependen (Y): Nilai perusahaan Variabel Independen (X): *Capital Expenditure*, Risiko keuangan, dan Pertumbuhan penjualan. Objek: Laporan keuangan perusahaan sektor energi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama tahun 2018-2022.	a. *Capital Expenditure* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. b. Risiko keuangan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. c. Pertumbuhan penjualan berpengaruh terhadap nilai perusahaan.
4.	Octavia Freza Tri Amanda Putri dan Nur Handayani (2022)	Variabel Dependen (Y): Nilai perusahaan Variabel Independen (X): Struktur modal dan Ukuran Perusahaan Objek: Perusahaan sektor konstruksi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode tahun 2016-2020	a. Struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. b. Ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.
5.	Akhfina Efendi Muhammad Rivandi (2024)	Variabel Dependen (Y): Nilai perusahaan Variabel Independen (X): Struktur Modal, Likuiditas, dan Profitabilitas Objek: Perusahaan sektor transportasi dan logistik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2018-2022	a. Struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. b. Likuiditas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. c. Profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

2.6. Kerangka Konseptual

Kerangka konseptual dalam penelitian ini dibangun untuk menjelaskan bagaimana kebijakan investasi dan kebijakan pendanaan mempengaruhi nilai perusahaan pada sektor transportasi. Fokus utama penelitian ini adalah menguji peran *Capital Expenditure* (CAPEX) dan Struktur Modal determinan Nilai perusahaan. Dengan demikian, penelitian ini terdapat dua variabel independen yaitu *Capital Expenditure* (CAPEX), Struktur Modal, dengan satu variabel dependen yaitu Nilai perusahaan. Modal analisis statistik penelitian ini sebagai berikut:



Gambar 2.1. Model Penelitian
Sumber: Diolah Peneliti

2.7. Pengembangan Hipotesis

2.7.1. Pengaruh *Capital Expenditure* dan Nilai Perusahaan

Hubungan antara *capital expenditure* (CAPEX) dan nilai perusahaan didasarkan pada teori sinyal. Keputusan manajemen untuk melakukan pengeluaran modal dalam jumlah besar memberikan sinyal kepada pihak eksternal bahwa perusahaan memiliki peluang investasi yang menguntungkan di masa depan (Spence, 1973). Dalam industri transportasi yang padat modal, CAPEX yang dialokasikan untuk modernisasi armada atau ekspansi rute menunjukkan komitmen perusahaan untuk meningkatkan kapasitas operasional dan efisiensi jangka panjang.

Investor menangkap sinyal ekspansi ini sebagai indikasi pertumbuhan laba di masa depan, kemudian direspon melalui peningkatan permintaan saham dan berujung pada naiknya nilai perusahaan. Penelitian dari Islamiyah dan Fidiana (2024) serta Wahyuni dan Setyowati (2023) membuktikan bahwa belanja modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan karena pasar cenderung mengapresiasi perusahaan yang aktif melakukan pembaharuan pada aset produktifnya. Berdasarkan argumen tersebut, maka hipotesis yang diajukan adalah:

H1 : *Capital expenditure* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

2.7.2. Pengaruh Struktur Modal dan Nilai Perusahaan

Pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan dijelaskan melalui Teori *Trade-Off*. Teori ini menyatakan bahwa penggunaan utang dapat meningkatkan nilai perusahaan melalui penghematan pajak bunga, selama risiko kesulitan keuangan masih dapat dikendalikan (Kraus & Litzenberger, 1973). Struktur modal yang dikelola dengan rasio *leverage* yang tepat memberikan sinyal bahwa manajemen memiliki rasa percaya diri atas arus kas masa depan untuk memenuhi kewajibannya (Putri & Sari, 2024).

Di sektor transportasi, pendanaan melalui utang sering kali menjadi kebutuhan primer untuk membiayai perolehan aset tetap yang bernilai tinggi. Jika perusahaan mampu mempertahankan tingkat utang pada titik optimal, maka biaya modal secara keseluruhan akan menurun, yang pada gilirannya akan meningkatkan penilaian investor terhadap perusahaan. Penelitian Putri dan Sari (2024) dan Rahman dan Azizah (2023) menunjukkan bahwa struktur modal memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan ketika digunakan secara efisien untuk mendukung

aktivitas produktif. Berdasarkan argumen tersebut maka hipotesis yang diajukan adalah:

H2 : Struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.