

ANALISIS RELEVANSI NILAI *CAPITAL EXPENDITURE* PADA SIKLUS HIDUP PERUSAHAAN YANG BERBEDA (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2013-2017)

Widya Syamita¹, Nurzi Sebrina²

¹Alumni Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang

²Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang

*Korespondensi: widyasyamita29@gmail.com

Abstract: *This study aims to provide empirical evidence regarding the analysis of the value relevance of capital expenditure on the company's life cycle in manufacturing companies listed on the Indonesian Stock Exchange in 2013-2017. By using purposive sampling method, there were 88 companies as the research's sample. Stock return variable are measured using marked adjusted model, and capital expenditure variable are measured using capital expenditure changes (CAPCH) and life cycle firm are measured using cash flow patterns. The type of data used is secondary data obtained from www.idx.co.id and used is panel regression analysis. The results of this study show that capital expenditure information has no value relevance for investors and capital expenditure information does not have a higher value relevance during the stage of start up, growth, mature compared to the decline stage.*

Keywords: *Capital Expenditure; Value Relevance; Stock Return; Life Cycle Firm*

How to cite (APA 6th style)

Syamita, W., & Sabrina, N. (2019). Analisis Relevansi Nilai *Capital Expenditure* pada Siklus Hidup Perusahaan yang Berbeda: Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2013-2017. *Jurnal Eksplorasi Akuntansi*, 1(3), Seri A, 865-882.

PENDAHULUAN

Teori keuangan menjelaskan bahwa *capital expenditure* atau pengeluaran kapital merupakan salah satu konsep penting bagi suatu perusahaan. Dalam teori tersebut dijelaskan bahwa beberapa fungsi keuangan yang dapat dikendalikan oleh manajer adalah pembuatan keputusan yang berkaitan dengan aktifitas pendanaan serta keputusan yang berkaitan dengan bagaimana dana yang diperoleh tersebut diinvestasikan.

Menurut Dornbusch dan Fisher (1987) *capital expenditure* atau pengeluaran kapital memiliki peranan penting *aggregate demand*, produk nasional bruto (GNP), pertumbuhan ekonomi dan siklus bisnis pada tingkat makro ekonomi suatu negara. Sedangkan menurut Nicholson (1992) tingkat mikro ekonomi, *capital expenditure* atau pengeluaran kapital

perusahaan mempengaruhi keputusan-keputusan produksi, hal ini menyangkut seberapa besar dana yang akan digunakan dalam investasi berupa aset tetap. Selain itu, Bromiley (1986) juga menyatakan bahwa *capital expenditure* atau pengeluaran kapital berpengaruh positif terhadap rencana strategik suatu perusahaan.

Capital expenditure atau pengeluaran kapital menunjukkan suatu kegiatan investasi penting bagi perusahaan. Dalam penganggaran modal investasi, perusahaan mengalokasikannya kedalam bentuk sumber daya seperti aset tetap, perluasan area perusahaan serta pabrik atau berupa pergantian peralatan operasional (*equipment replacement*). *Capital expenditure* atau pengeluaran kapital merupakan salah satu faktor penting dalam pertumbuhan perusahaan, terutama pada perusahaan manufaktur. Hal ini disebabkan pengeluaran kapital tersebut sebagian besar digunakan untuk membeli peralatan, mesin atau pabrik karena perusahaan ini bergerak dalam bidang pembuatan barang yang siap dikonsumsi oleh masyarakat.

Pentingnya *capital expenditure* atau pengeluaran kapital membuat Bouqist (1998) menyatakan bahwa faktor penting yang membedakan perusahaan menang atau kalah adalah kualitas dari investasi yang mereka lakukan, yang berarti mengacu pada keputusan *capital budgeting* seperti *capital expenditure* atau pengeluaran kapital mereka. Semakin meningkatnya *capital expenditure* yang dikeluarkan, diharapkan dapat meningkatkan penggunaan aset dan juga meningkatkan kinerja perusahaan. Jika *capital expenditure* dihubungkan dengan kinerja perusahaan, maka tingkat *capital expenditure* yang maksimal akan memaksimalkan kinerja perusahaan dan secara lebih luas akan berpengaruh positif terhadap pertumbuhan industri negara (McConnel dan Muscarella, 1985).

Setelah dilakukan penelusuran, terdapat beberapa perusahaan yang mengalokasikan *capital expenditure* atau pengeluaran kapitalnya seperti, PT Kalbe Farma Tbk (KLBF) menganggarkan *capital expenditure* sebesar Rp 1,2 Triliun pada tahun 2017. Pengeluaran kapital tersebut akan disiapkan perusahaan untuk membangun tiga pabrik didaerah Cikampek, Cikarang, dan Pulogadung (Sumber: kompas.com). Berbeda dengan PT Kalbe Farma Tbk, perusahaan dari kategori *chemical* yaitu PT Chandra Asri Petrochemical Tbk (TPIA) menyiapkan dana sebesar Rp 13 Triliun untuk menutup kebutuhan *capital expenditure* hingga tahun 2019 (Sumber: kontan.co.id). Sedangkan PT KINO Indonesia Tbk (KINO) juga telah menyiapkan *capital expenditure* sebesar Rp 250 miliar di tahun 2016 untuk mengembangkan usahanya dengan mengeluarkan beragam produk baru (Sumber: okezone.com).

Berdasarkan hasil penelusuran tersebut, dapat ditarik pernyataan bahwa perusahaan-perusahaan *go public* di Indonesia kerap mengalokasikan *capital expenditure* atau pengeluaran kapital dalam jumlah yang tidak sedikit. Pemenuhan investasi modal jangka panjang (*capital expenditure*) merupakan hal yang penting untuk viabilitas jangka panjang perusahaan. Informasi *capital expenditure* atau pengeluaran kapital dikatakan bernilai relevan apabila informasi tersebut dapat diapresiasi oleh pelaku pasar modal. Hal ini dapat dilihat dari reaksi pasar modal terutama bagi investor, apakah informasi tersebut bereaksi positif maupun bereaksi negatif. Terkait reaksi investor terhadap kebijakan investasi, Jones (2000) menemukan bukti secara empiris bahwa informasi *capital expenditure* atau pengeluaran kapital sebagai ukuran kebijakan investasi direaksi positif oleh pelaku pasar modal. Sedangkan Szweczyk (1996) menemukan bukti yang berbeda bahwa informasi *capital expenditure* atau pengeluaran kapital tersebut direaksi negatif oleh pelaku pasar modal.

Permasalahan mengenai aspek besarnya investasi modal telah menarik lebih banyak perhatian dalam literatur daripada aspek waktu. Dalam tulisan ini, penulis mencoba untuk mendapatkan pemahaman yang lebih baik tentang aspek waktu dari investasi modal perusahaan.

Lebih khususnya, penulis ingin melihat bagaimana pasar saham bereaksi terhadap investasi modal dibawah siklus hidup perusahaan yang berbeda.

Penelitian mengenai relevansi nilai terkait siklus bisnis antara lain dilakukan oleh Kim dan Lee (2018). Kim dan Lee menyatakan bahwa *capital expenditure* lebih bernilai relevan selama siklus bisnis ekspansif dan bernilai kurang relevan selama siklus bisnis kontraktif. Pengeluaran kapital merupakan berita bagus bagi investor, dimana mereka akan membuat investasi lebih baik ketika perusahaan melakukan investasi modal selama periode ekspansif. Kim dan Lee (2018) memberikan bukti bahwa siklus bisnis perusahaan mempengaruhi relevansi nilai *capital expenditure* perusahaan. Studi empiris dalam bidang akuntansi keuangan atau ekonomi ini secara khusus memeriksa penilaian *capital expenditure* atau pengeluaran kapital di berbagai siklus bisnis yang berbeda selama periode 28 tahun dengan lebih dari 45.000 perusahaan pada tahun observasi.

Penelitian ini merupakan replikasi dari penelitian Kim dan Lee (2018). Sejauh pengetahuan penulis, belum ada penelitian terkait relevansi nilai *capital expenditure* yang dimoderasi oleh siklus hidup perusahaan yang berbeda di Indonesia. Selain itu, kontribusi dalam penelitian ini adalah dalam pengkategorian siklus hidup perusahaan, penulis akan menggunakan metode yang telah dikembangkan oleh Dickinson (2007). Dengan adanya metode baru yang dikembangkan oleh Dickinson (2007) mengenai pengklasifikasian siklus hidup perusahaan, maka penulis tertarik untuk mereplikasi penelitian dari Kim dan Lee (2018) mengenai bagaimana relevansi nilai *capital expenditure* jika dikaitkan dengan siklus hidup perusahaan yang berbeda yang memakai metode *cash flow pattern*, dengan harapan penelitian ini akan memberikan bukti bahwa penggunaan metode *cash flow patterns* akan dapat memberikan hasil penelitian yang konsisten dengan penelitian terdahulu atau akan memberikan hasil yang berbeda.

REVIU LITERATUR DAN HIPOTESIS

Teori Pengambilan Keputusan (*Decision Usefulness*)

Keputusan merupakan proses penelusuran masalah yang berawal dari latar belakang masalah, identifikasi masalah kemudian terbentuknya kesimpulan dan rekomendasi (Fahmi, 2011). Menurut Scott (2009) *single-person decision theory* menyatakan bahwa seorang individu harus dapat membuat keputusan meski dibawah kondisi yang tidak pasti. Misalnya seorang individu mampu membuat keputusan terbaik meskipun berada pada kondisi yang tidak ideal dan *sets out* dari prosedur formal yang ada. Teori keputusan ini memiliki nilai relevan dengan akuntansi karena laporan keuangan dapat memberikan tambahan informasi yang berguna untuk *decision making* atau pengambilan keputusan.

Pengambilan keputusan terutama keputusan investasi tidak terlepas dari pertimbangan keuntungan (*return*) dan risiko (*risk*). Dasar keputusan investasi terdiri dari tingkat *return* yang diharapkan, tingkat risiko yang ditanggung dan hubungan antara tingkat risiko dan return. Konsep relevansi nilai dan konsep *decision usefulness* saling berkaitan. Relevansi nilai akuntansi menekankan pada bagaimana informasi akuntansi memiliki nilai yang relevan bagi pelaku pasar (investor), sedangkan konsep *decision usefulness* menekankan pada bagaimana laporan keuangan bisa bermanfaat bagi pelaku pasar modal (investor). Jadi keterkaitannya dalam konsep ini adalah bahwa informasi yang tersaji dalam laporan keuangan akan memiliki manfaat dalam pengambilan keputusan bagi para penggunanya (*user*).

Teori Pasar Efisien

Menurut Beaver (1989) dalam Jogiyanto (2015), efisiensi pasar merupakan hubungan antara harga-harga sekuritas dengan informasi. “*No one can beat the market*” dengan kata lain tidak ada seorang investor pun dapat mengambil keuntungan dari pasar karena jika pasar dan semua informasi bisa diakses secara mudah dengan biaya rendah, maka harga yang terbentuk adalah harga keseimbangan. Sehingga tidak ada seorang investor pun dapat memperoleh keuntungan tak normal dengan memanfaatkan informasi yang dimilikinya.

Menurut Jogiyanto (2015) pasar efisien terbentuk jika pasar bereaksi dengan cepat dan akurat untuk mencapai harga keseimbangan baru di dalam pasar yang kompetitif yang sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia. Fama (1970) menyajikan tiga macam bentuk utama dari efisiensi pasar berdasarkan ketiga macam bentuk yaitu sebagai berikut:

- 1) Efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form*), yaitu pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah jika harga dari sekuritas mencerminkan secara penuh (*fully reflect*) informasi masa lalu.
- 2) Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semistrong form*), yaitu pasar dikatakan efisien bentuk setengah kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang dipublikasikan (*all publicly available information*) termasuk informasi yang berada di laporan-laporan keuangan perusahaan.
- 3) Efisiensi pasar bentuk kuat (*strong form*), yaitu Pasar dikatakan efisien bentuk kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang tersedia termasuk informasi privat.

Relevansi Nilai (*Value Relevance*)

Menurut Puspa (2006) penelitian relevansi nilai dapat ditinjau melalui empat aspek yaitu: (1) fundamental, aspek ini mengkaji relevansi nilai dengan menguji apakah informasi laporan keuangan menentukan harga saham dengan nilai instrinsik saham sesuai dengan pergerakan saham, (2) prediksi, pada aspek ini, relevansi nilai dapat ditinjau dari sudut apakah informasi akuntansi berisi variabel-variabel yang digunakan dalam suatu model penilaian atau membantuk memprediksi variabel-variabel tersebut, (3) informasi, pada aspek ini, relevansi nilai dapat ditinjau dari kemampuan informasi laporan keuangan untuk merubah total bauran informasi di pasar, (4) pengukuran, aspek ini merupakan jenis penelitian relevansi nilai yang paling banyak ditemukan, dimana relevansi nilai diartikan sebagai kemampuan pengukuran-pengukuran akuntansi untuk merangkap atau meringkas informasi yang mempengaruhi nilai perusahaan.

Relevansi nilai dapat diukur berdasarkan hubungan timbal balik antara informasi akuntansi, yaitu tingkat pengembalian (*return*) saham dan nilai pasar, dimana model penilaian tersebut menghubungkan antara harga pasar dan pengembalian kepada pengukuran yang berbeda dari kinerja dan posisi keuangan. Lebih lanjut, dalam penelitian ini penulis menggunakan metode pengukuran relevansi nilai menggunakan model *return*. Adapun bentuk pengukuran model *return* yang dirumuskan oleh Shamki (2012) sebagai berikut:

$$Ret_{i,t} = \beta_{0,t} + \beta_{1,t}EPS_{i,t} + \beta_{3,t}BVPS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$Ret_{i,t}$ merupakan *return* saham tahunan perusahaan I pada tahun t; $EPS_{i,t}$ merupakan laba per saham (*earning per share*) perusahaan I pada tahun t; $BVPS_{i,t}$ merupakan nilai buku per saham (*book value*) perusahaan I pada tahun t.

Capital Expenditure (Pengeluaran Kapital)

Menurut Li (2004) *capital expenditure* atau *capital investment* merupakan suatu sinyal yang digunakan analisator dalam memprediksi kinerja masa mendatang. *Capital expenditure* dapat dinyatakan sebagai sejumlah uang yang dikeluarkan untuk keperluan konstruksi atau akuisisi baik untuk fasilitas perusahaan maupun peralatan perusahaan. (Sunder, 1980). Dalam melakukan pengeluaran *capital expenditure*, perusahaan selalu mengharapkan untuk mendapatkan pengembalian berupa laba dimasa yang akan datang, seperti yang dinyatakan oleh Shapiro (2005), *capital expenditure* merupakan investasi yang dikeluarkan dengan harapan akan menghasilkan aliran kas masuk dimasa yang akan datang. Maka perusahaan harus memperhitungkan secara tepat *capital expenditure* atau pengeluaran kapitalnya, agar tidak terjadi kerugian dimasa yang akan datang. Perhitungan pengeluarann *capital expenditure* pun harus sesuai dan konsisten dengan tahapan siklus hidup perusahaan, baik pada tahap *start-up*, *growth*, *mature* ataupun *decline*. Sehingga informasi yang diperoleh oleh investor terkait *capital expenditure* tersebut dapat bernilai relevan sesuai dengan tahapan siklus hidup perusahaan tersebut.

Capital expenditure dalam beberapa penelitian di Indonesia diukur dengan menggunakan *capital expenditure* dibagi dengan total asset atau menggunakan proksi pertumbuhan asset tetap, dengan rumus selisih dari aset tetap tahun ini dengan tahun lalu dibagi dengan aset tetap tahun lalu. Sedangkan dalam penelitian ini akan mengukur *capital expenditure* sesuai dengan Kim dan Lee (2018) yang mengukur *capital expenditure* dari CAPCH (*Capital Expenditure Changes*). Proksi ini membagi *capital expenditure* dengan *market value of equity* (MVE), dimana MVE dapat dilihat dari perkalian antara jumlah saham yang beredar dengan harga penutupan.

Siklus Hidup Perusahaan

Angka akuntansi suatu perusahaan dalam tahap siklus hidup yang berbeda dapat menyebabkan relevansi nilai angka akuntansi seperti laba, arus kas dan *capital expenditure*. Perbedaan tahap siklus hidup antar perusahaan juga merupakan suatu pokok dipertimbangkan pada saat menghitung nilai perusahaan. Nilai perusahaan terdiri dari dua komponen yaitu *net asset* (*asset in place*) dan kesempatan tumbuh *growth opportunities* (Black 1998). Beberapa perusahaan dapat digolongkan ke dalam beberapa tingkatan siklus hidup perusahaan berdasarkan portofolio produk. Produk individual dapat digolongkan menjadi empat fase tingkatan yaitu: *start-up*, *growth*, *mature*, dan *decline* (Black, 1998). Sedangkan menurut Pashley & Philippatos (1990) dalam Black (1998), siklus hidup perusahaan terdiri atas empat tahap utama, yaitu *pioneering*, *expansion*, *maturity*, dan *decline*. Di dalam Black (1998) tahap *pioneering* disebut dengan tahap *start-up*, sedangkan tahap *expansion* disebut sebagai tahap *growth*, dan istilah inilah yang akan digunakan selanjutnya dalam penelitian ini.

Ada beberapa metode pengklasifikasian siklus hidup perusahaan. Salah satunya metode yang dipakai oleh Dickinson (2007). Dalam penelitian ini penulis akan menggunakan metode yang telah dikembangkan oleh Dickinson (2007) yaitu berdasarkan *cash flow patterns*. Dickinson (2007) menyatakan bahwa variabel-variabel pengklasifikasian siklus hidup perusahaan yang dikembangkan oleh Anthony dan Ramesh (1997) dan peneliti lainnya hanya dapat menangkap siklus hidup produk atau level dari perusahaan itu sendiri.

Return Saham

Return saham termasuk salah satu faktor yang mampu mendorong seorang investor untuk melakukan investasi dan merupakan imbalan atas keberanian investor untuk menerima dan

menanggung risiko atas investasi tersebut. Menurut Boediono (2000), *return* saham didefinisikan sebagai penghasilan yang diperoleh oleh seorang investor selama periode investasi per jumlah dana yang diinvestasikan dalam bentuk saham.

Jogiyanto (2015) telah membagi return saham menjadi dua jenis yaitu return realisasi (*realized return*) dan return ekspektasi (*expected return*). Return realisasi merupakan suatu return yang sudah terjadi dan dihitung berdasarkan data historis. Return realisasi dapat digunakan sebagai dasar penentu return ekspektasi dan risiko pada masa yang akan datang. Sedangkan return ekspektasi merupakan suatu *return* yang diharapkan terjadi dimasa yang akan datang dan masih bersifat tidak pasti. Perbedaan kedua *return* terletak pada tolak ukur investor dalam menilai capaian atau tingkat pengembalian atas investasi suatu perusahaan.

Return ekspektasian (*expected return*) dikenal juga dengan return normal. Menurut Brown dan Warner (1985) dalam Jogiyanto (2015), *expected return* dapat dihitung dengan menggunakan beberapa model estimasi yaitu: *mean-adjusted model*, *market model* dan *market-adjusted model*.

Penelitian Terdahulu

Penelitian terdahulu yang meneliti hubungan siklus hidup perusahaan dengan relevansi nilai *capital expenditure* ialah penelitian yang dilakukan oleh Bloom (2007), McLean and Zhao (2014), Qi, *et al* (2016), Chee, *et al* (2016), dan Kim and Lee (2018).

Pengembangan Hipotesis

Perusahaan yang berada pada tahap siklus hidup yang berbeda, tentu akan berbeda pula dalam membuat keputusan investasi melalui *capital expenditure* atau pengeluaran kapital. Hal tersebut disesuaikan dengan tahapan dari siklus hidup perusahaan. Pada saat *start up*, perusahaan masih berusaha dalam mendapatkan pangsa pasar sehingga belum memperoleh pendapatan yang banyak. Perusahaan banyak melakukan pengeluaran utamanya yang diperlukan untuk pengembangan produk, pengembangan pasar dan ekspansi kapasitas (Anthony dan Ramesh, 1992).

Menurut Black (1998) *cash flow from investing* perusahaan akan sangat berpengaruh menilai *value of firm* di tahap *start up*. Karena untuk mengembangkan dan mempertahankan pangsa pasar serta menguasai teknologi agar perusahaan tumbuh (*growth*) maka diperlukan pengeluaran investasi yang sangat besar. Dengan kata lain pada tahap ini *expenditure perusahaan* juga besar. Sehingga informasi *capital expenditure* atau pengeluaran kapital bernilai relevan pada tahap ini.

Perusahaan yang *growth* memiliki jumlah investasi yang lebih besar dan deviden yang dibayarkan masih rendah. Reaksi investor terhadap informasi *capital expenditure* suatu perusahaan tergantung pada kualitas kesempatan investasi yang dimiliki oleh suatu perusahaan. Investasi yang berkualitas adalah investasi yang dipandang oleh investor dapat memberikan keuntungan dimasa yang akan datang. Perusahaan yang pada tahap *growth* memiliki lebih banyak kesempatan investasi menguntungkan dimasa depan, sehingga *capital expenditure* pada perusahaan bertumbuh akan direaksi positif oleh investor. Jones (2000) dan Chung *et.al* (1998) menemukan bukti empiris bahwa pengeluaran investasi berpengaruh positif terhadap *abnormal return* suatu perusahaan. Sejalan dengan Kim dan Lee (2018) yang menyatakan bahwa *capital expenditure* lebih bernilai relevan (positif) pada tahap *growth*.

Pada tahap *mature* atau biasa disebut *top stage*, biasanya keuntungan yang dicapai perusahaan sangat tinggi dan stabil, dan perusahaan telah merajai pasar. Sama halnya dengan

tahap *growth*. Perusahaan yang pada tahap *mature* memiliki lebih banyak kesempatan investasi menguntungkan dimasa depan, sehingga *capital expenditure* pada perusahaan bertumbuh akan direaksi positif oleh investor. Jones (2000) dan Chung *et al* (1998) menemukan bukti empiris bahwa pengeluaran investasi berpengaruh positif terhadap *abnormal return* suatu perusahaan. Sejalan dengan Kim dan Lee (2018) juga menyatakan bahwa *capital expenditure* lebih bernilai relevan (positif) pada tahap *mature*.

Pada tahap *decline*, arus kas investasi diharapkan positif karena perusahaan akan berusaha memperoleh kas masuk dengan cara menjual aset yang tidak produktif. Selain itu arus kas investasi pada tahap ini bagi perusahaan berguna untuk memberikan informasi seberapa besar dana yang diperoleh dari hasil penjualan aset-aset untuk membayar pengembalian hutang kepada debitur. Chee *et al* (2016) secara empiris telah memeriksa bahwa perusahaan melakukan penyesuaian investasi dalam mengantisipasi terjadinya resesi atau tahap *decline* dan melaporkan bahwa perusahaan yang sudah bertindak demikian sudah benar menyesuaikan keputusan investasi mereka (kurang berinvestasi) sebelum terjadi resesi atau perusahaan berada ditahap *decline*. Sejalan dengan Kim dan Lee (2018) yang menyatakan bahwa pada informasi dari *capital expenditure* kurang relevan (negatif) pada tahap *decline*.

HIPOTESIS

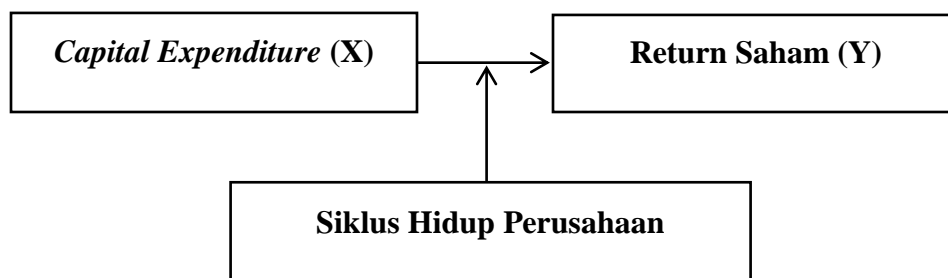
Berdasarkan pengembangan hipotesis diatas, maka dapat ditarik hipotesis sebagai berikut:

H1: Informasi *capital expenditure* memiliki relevansi nilai bagi investor

H2: Informasi *capital expenditure* memiliki relevansi nilai lebih tinggi selama tahap *start-up*, *growth* dan *mature* dibandingkan tahap *decline*.

Kerangka Konseptual

Berdasarkan pengembangan hipotesis, maka kerangka konseptual dalam penelitian ini dapat dilihat pada Gambar 1 berikut.



Gambar 1. Kerangka Konseptual

METODE PENELITIAN

Pelitian ini merupakan jenis penelitian yang tergolong *eksplanatonari kausatif* yaitu penelitian yang bertujuan untuk menggambarkan, menerangkan, mengetahui hubungan antara dua variabel lebih. Variabel- variabel dalam penelitian ini adalah *capital expenditure* sebagai variabel independen, *return* saham sebagai variabel dependen dan siklus hidup perusahaan sebagai variabel moderating. Sehingga penelitian bertujuan untuk mengetahui apakah *capital expenditure* mempunyai relevansi nilai lebih atau kurang selama tahap *start up*, *growth*, *mature* dan *decline*.

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dari tahun 2013-2017. Sampel yang digunakan dibatasi pada perusahaan manufaktur yang memenuhi kriteria yang telah ditentukan, pembatasan sampel yang digunakan hanya dari industri manufaktur sebab lamanya tahap siklus hidup perusahaan dan karakteristik perusahaan belum tentu sama sehingga hasil penelitian belum tentu dapat digeneralisasikan (Yulianto dan Davianti, 2006).

Pemilihan sampel pada penelitian ini berdasarkan pada *purposive sampling* dengan tujuan untuk mendapatkan sampel yang representatif sesuai dengan kriteria yang telah ditentukan sebagai berikut:

Tabel 1
Kriteria Pengambilan Sampel

No	Kategori	Jumlah Perusahaan
Populasi	Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2017	159
Sampel	Perusahaan Manufaktur yang tidak lengkap laporan tahunan di BEI periode 2013-2017	(41)
	Perusahaan manufaktur yang tidak menyajikan laporan keuangan dalam rupiah periode 2013-2017	(26)
	Perusahaan manufaktur yang tidak memiliki data lengkap terkait variabel-variabel penelitian	(41)
	Perusahaan yang tidak delisting selama 2013-2017	(0)
	Jumlah sampel perusahaan	51

Sumber : idx.co.id, data diolah

Variabel Penelitian dan Pengukurannya

Return Saham

Return Saham dalam penelitian ini diukur dengan *abnormal return* menggunakan *market adjusted model* dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Actual Return} \quad R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

$$\text{Expected Return} \quad E(R_{i,t}) = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

$$\text{Abnormal Return} \quad AR_{it} = R_{i,t} - E(R_t)$$

Capital Expenditure

Capital expenditure dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan CAPCH (*Capital Expenditure Changes*) dalam Kim dan Lee (2018) dengan rumus berikut:

$$\text{CAPCH} = \frac{\text{Capital Expenditure}}{\text{Market Value of Equity}}$$

Sumber: Kim dan Lee (2018)

Dimana;

MVE = Jumlah Saham Beredar x Harga Penutupan

Siklus Hidup Perusahaan

Siklus hidup perusahaan dalam penelitian ini diukur berdasarkan kriteria tahap siklus yang telah ditetapkan oleh Dickinson (2007) dengan rumus sebagai berikut:

Tabel 2
Kriteria Pengklasifikasian Siklus Hidup Perusahaan

Tipe Arus Kas	<i>Start-up</i>	<i>Growth</i>	<i>Mature</i>	<i>Decline</i>
Operasi	(-)	(+)	(+)	(-)
Investasi	(-)	(-)	(-)	(+)
Pendanaan	(+)	(+)	(-)	(+/-)

Sumber: Dickinson (2007)

Tabel 3
Nomor Kode Pengklasifikasian Siklus Hidup Perusahaan

No. Kode	Kriteria Siklus Hidup Perusahaan
1	<i>Start-Up</i>
2	<i>Growth</i>
3	<i>Mature</i>
4	<i>Decline</i>

Variabel Kontrol

Variabel kontrol dalam penelitian ini adalah *earning per share* dan *book value per share*. Adapun pengukuran variabel nya sebagai berikut:

Tabel 4
Pangukuran Variabel Kontrol

Variabel	Pengukuran
Earning per Share (EPS)	Laba Bersih dibagi Jumlah Saham Beredar
Book Value per Share (BVPS)	Total Ekuitas dibagi Jumlah Saham Beredar

Model Penelitian

Uji Relevansi Nilai *Capital Expenditure*

Adapun untuk menguji relevansi nilai *capital expenditure* menggunakan persamaan regresi sebagai berikut:

Model 1:

$$RET_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 EPS + \beta_2 BVPS + \beta_3 CAPCH + e$$

Dimana, $\beta_3 CAPCH$ menggambarkan besaran pengaruh *capital expenditure* terhadap *return* saham.

Uji Pengaruh Siklus Hidup Perusahaan dalam Memoderasi Relevansi Nilai *Capital Expenditure*

Adapun untuk menguji pengaruh siklus hidup perusahaan dalam memoderasi relevansi nilai *capital expenditure* menggunakan persamaan regresi sebagai berikut:

Model 2

$$RET_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 EPS + \beta_2 BVPS + \beta_3 CAPCH + \beta_4 LC + \beta_5 CAPCH * LC + e$$

Dimana, $\beta_3 CAPCH$ menggambarkan besaran pengaruh *capital expenditure* terhadap *return* saham. Selanjutnya model 1 dalam penelitian ini juga digunakan untuk menguji relevansi nilai *capital expenditure* dari empat tahapan siklus hidup perusahaan yaitu tahap *start up* berkode (1), *growth* berkode (2), *mature* berkode (3) dan *decline* berkode (4).

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Sebelum variabel penelitian dianalisis dengan melakukan pengujian rumus statistic *views 10*, data dari masing-masing variabel penelitian dideskripsikan terlebih dahulu. Hal ini dimaksud agar dapat memberikan gambaran tentang masing-masing variabel yang diteliti. Tabel 12 dibawah ini akan menggambarkan statistik deskriptif dari 51 perusahaan manufaktur yang dijadikan sampel penelitian yang akan dianalisis lebih lanjut. Pada Tabel 5 stastitik deskriptif, diketahui rata-rata *abnormal return* ($AR_{i,t}$) sebesar -0.0394 *capital expenditure changes* ($CAPCH_t$) sebesar 0.1233 siklus hidup perusahaan (LC_t) sebesar 2.5412, *earning per share* (EPS_t) sebesar 241.19 dan *book value per share* ($BVPS_t$) sebesar 1530.57.

Tabel5. Hasil Statistik Deskriptif

Descriptive Statistics					
Variabel	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std. Deviasi
AR (t)	-0.039365	0.121000	5.776000	-1.187000	0.630913
CAPCH (t)	0.123361	0.054000	3.123000	0.000000	0.259465
LC (t)	2.541176	3.000000	4.000000	1.000000	0.707991
CAPCH_LC (t)	0.263047	0.121000	3.399000	0.000000	0.401249
EPS (t)	241.1854	47.04000	4030.000	-527.0000	614.1434

BVPS (t)	1530.566	594.7600	21917.44	-434.9100	3054.793
n = 255					

Sumber: Data olahan *eviews10* tahun 2019

Analisis Model Regresi Panel

Berdasarkan hasil *Chow Test* (Tabel 6) dan *Haussman Test* (Tabel 7) dengan menggunakan *eviews10* menghasilkan estimasi model regresi panel sesuai Tabel 8. Serta dilakukan uji asumsi klasik untuk model 1 tahap *start up* (Hasil Uji Asumsi Klasik: Gambar 2, Gambar 3, Tabel 9, Tabel 10, dan Tabel 11)

Tabel 6
Hasil *Chow Test* atau *Likelyhood Test*
Cross-section Chi Square

Model Penelitian	Statistic	d.f	Prob
Model 1	83.7043	50	0.0020
Model 2	84.4522	50	0.0017
Model 1 untuk Tahap Start up	14.6696	5	0.0119
Model 1 untuk Tahap Growth	15.9203	14	0.3183
Model 1 untuk Tahap Mature	32.4577	30	0.3466
Model 1 untuk Tahap Decline	2.0563	1	0.1516

Sumber: Data olahan *eviews10* tahun 2019

Tabel 7
Hasil *Haussman Test*
Cross-section Random

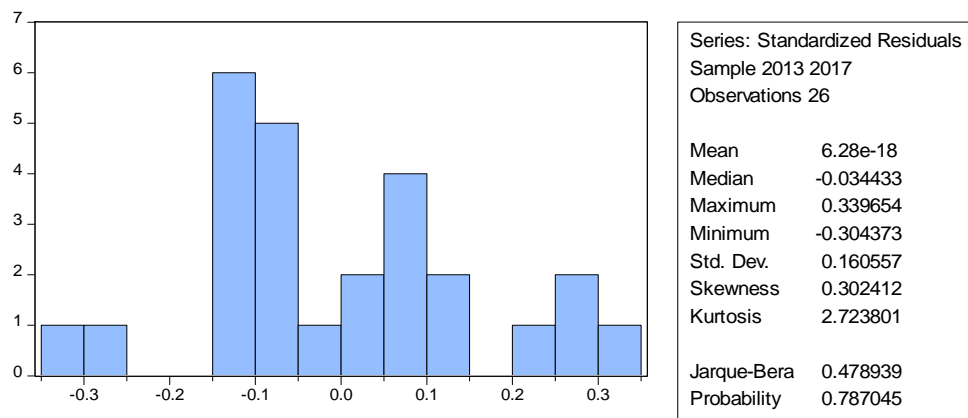
Model Penelitian	Statistic	d.f	Prob
Model 1	4.0409	3	0.2571
Model 2	4.5894	5	0.4680
Model 1 untuk Tahap Start up	12.1783	3	0.0068
Model 1 untuk Tahap Growth	2.3122	3	0.5102
Model 1 untuk Tahap Mature	3.8738	3	0.2754
Model 1 untuk Tahap Decline	-	-	-

Sumber: Data olahan *eviews10* tahun 2019

Tabel 8
Ringkasan Estimasi Model Penelitian

Model Penelitian	Estimasi Model
Model 1	Random Effect Model (REM)
Model 2	Random Effect Model (REM)
Model 1 untuk Tahap Start up	Fixed Effect Model (REM)
Model 1 untuk Tahap Growth	Random Effect Model (REM)
Model 1 untuk Tahap Mature	Random Effect Model (REM)
Model 1 untuk Tahap Decline	Common Effect Model (CEM)

Sumber: Data olahan eviews10 tahun 2019



Gambar 2 Uji Normalitas Residual

Tabel 9
Uji Heteroskedastisitas

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.122098	0.045679	2.672963	0.0139
CAPCH	0.004047	0.054660	0.074040	0.9416
EPS	-0.004811	0.004917	-0.978503	0.3385
BVPS	0.001695	0.001653	1.025304	0.3164

Sumber: Data olahan eviews10 tahun 2019

Tabel 10
Hasil Uji Multikolinearitas Model 1

	CAPCH (t)	EPS (t)	BVPS (t)
CAPCH (t)	1.000000	-0.112033	-0.040696
EPS (t)	-0.112033	1.000000	0.585069
BVPS (t)	-0.040696	0.585069	1.000000

Sumber: Data olahan eviews10 tahun 2019

Tabel 11
Hasil Uji Durbin Watson

Uji Durbin Watson	
Model Penelitian	Durbin-Watson Stat
Model 1 Tahap Start up	2.3157

Sumber: Data olahan eviews10 tahun 2019

Uji Model

Analisis Relevansi Nilai *Capital Expenditure*

Berdasarkan Tabel 12 diatas, besaran relevansi nilai *capital expenditure* diwakili oleh koefisien regresi $CAPCH_t$. dimana berdasarkan Tabel 12 diketahui koefisien regresi $CAPCH_t$ adalah sebesar -0.0474. Hal ini berarti *capital expenditure* tidak bernilai relevan bagi investor, dengan kata lain negatif signifikan sebesar 0.0474 atau 4.74%. hasil *Adj R-Square* sebesar 0.1133, yang berarti seluruh variabel bebas berpengaruh terhadap *return* saham pengukuran relevansi nilai adalah sebesar 0.1133 atau 11.33%.

Selanjutnya berdasarkan hasil estimasi model regresi pada *Chow Test* (Tabel 6) dan *Haussman Test* (Tabel 7), maka digunakan pendekatan *random effect model* untuk mengestimasi pengaruh siklus hidup perusahaan dalam memoderasi relevansi nilai *capital expenditure* (Model 2). Adapun hasil regresi panel dengan menggunakan pendekatan *random effect model* untuk regresi pengaruh siklus hidup perusahaan dalam memoderasi relevansi nilai *capital expenditure* (Model 2) dapat dilihat pada Tabel 12.

Berdasarkan Tabel 12, besaran pengaruh siklus hidup perusahaan dalam memoderasi relevansi nilai *capital expenditure* diwakili oleh koefisien $CAPCH_LC_t$. dimana berdasarkan Tabel 12 diatas diketahui koefisien regresi $CAPCH_LC_t$ adalah sebesar 0.0280. Hal ini berarti pengaruh siklus hidup perusahaan dalam memoderasi relevansi nilai *capital expenditure* sebesar 0.0280 atau 2,80% dan berpengaruh tidak signifikan. Adapun hasil *Adj R-Square* sebesar 0.1080, yang berarti seluruh variabel bebas berpengaruh terhadap *return* saham sebagai pengukuran relevansi nilai adalah sebesar 0.1080 atau 10.80%.

Tabel 12.
Hasil Regresi Panel

Persamaan Regresi Model 1			
$RET_{i,t} = a_0 + \beta_1 EPS + \beta_2 BVPS + \beta_3 CAPCH + e$			
Persamaan Regresi Model 2			
$RET_{i,t} = a_0 + \beta_1 EPS + \beta_2 BVPS + \beta_3 CAPCH + \beta_4 LC + \beta_5 CAPCH * LC + e$			
Variabel	Prediksi	Model 1	Model 2
Konstanta	Coef	0.5196	0.3966
	t-stat	3.6709	1.5362
CAPCH (t)	Coef	-0.0474	-0.0532
	t-stat	-0.4099	-0.1087
EPS (t)	Coef	-0.0088	-0.0096
	t-stat	-1.4965	-1.5712
BVPS (t)	Coef	0.0040	0.0040

	t-stat	0.9127	0.9079
LC (t)	Coef		0.0775
	t-stat		0.5179
CAPCH.LC (t)	Coef	+	0.0280
	t-stat		0.0769
Adj R-Square		0.1133	0.1080
F-Statistic		0.0101*	0.0146*
n	:	255	255
Keterangan			
CAPCH (t)	:	Capital Expenditure Changes	
EPS (t)	:	Earning per Share	
BVPS (t)	:	Book Value per Share	
LC (t)	:	Siklus Hidup Perusahaan	
*	:	Signifikan pada α 5%	

Sumber: Data olahan views10 tahun 2019

Analisis Relevansi Nilai *Capital Expenditure* Pada Setiap Tahap Siklus Hidup Perusahaan

Berdasarkan tabel 13, besaran pengaruh siklus hidup perusahaan dalam memoderasi relevansi nilai *capital expenditure* dalam setiap tahapannya dalam diwakili oleh nilai *Adj R-Square*. Hasil *Adj R-Square* dari setiap tahapan siklus hidup perusahaan yaitu *start up* 0.2080, *growth* 0.0137, *mature* 0.0106 dan *decline* 0.2208. Hal ini berarti seluruh variabel bebas berpengaruh terhadap *return* saham sebagai pengukuran relevansi nilai yang dibagi per tahapan adalah sebesar 20,08% untuk tahap *start up*, 1,37% untuk tahap *growth*, 1,06% untuk tahap *mature* dan 22,08% untuk tahap *decline*.

Tabel 13
Hasil Regresi Panel

Persamaan Regresi Model 1 per Tahapan Siklus					
$RET_{i,t} = a_0 + \beta_1 EPS + \beta_2 BVPS + \beta_3 CAPCH + e$					
Variabel	Prediksi	Start Up	Growth	Mature	Decline
Konstanta	Coef	0.5799	0.6731	0.5917	0.9109
	t-stat	5.4145	6.7148	6.9264	2.0592
CAPCH (t)	Coef	-0.0467	-0.1490	0.2420	2.2277
	t-stat	-0.3409	-0.8270	0.8896	2.0036
EPS (t)	Coef	-0.0007	-0.0113	0.0003	0.0231
	t-stat	-0.0644	-1.6334	0.0448	1.7096
BVPS (t)	Coef	-0.0036	0.0009	-0.0036	-0.1021
	t-stat	-0.8672	0.3154	-1.1962	-1.6634
Adj R-Square		0.2080	0.0137	0.0106	0.2208
F-Statistic		0.1423*	0.4174*	0.4120*	0.4289*
n	:	26	71	151	6
Keterangan					

CAPCH (t)	:	Capital Expenditure Changes
EPS (t)	:	Earning per Share
BVPS (t)	:	Book Value per Share
*	:	Signifikan pada α 5%

Sumber: Data olahan *evIEWS10* tahun 2019

Pembahasan

Informasi *Capital Expenditure* Memiliki Relevansi Nilai Bagi Investor

Hipotesis pertama dalam penelitian ini adalah informasi *capital expenditure* memiliki relevansi nilai bagi investor. Relevansi nilai pada penelitian ini menggunakan pendekatan *return*. Sehingga menjadikan *return* saham sebagai variabel dependen. *Return* saham dinilai dari *abnormal return* yang diukur dengan *market adjusted model*.

Berdasarkan hasil penelitian pada perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2013-201, ditemukan bahwa hipotesis 1 ditolak, hal ini menunjukkan bahwa *capital expenditure* berpengaruh negatif terhadap *return* saham. Hasil regresi panel pada tabel 12 menunjukkan bahwa nilai variabel β_3 CAPCHt lebih besar dari α 5% yaitu $0.6823 > \alpha 0.05$. Akan tetapi nilai *capital expenditure* memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *return* saham.

Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan replikasi penelitian dari oleh Kim dan Lee (2018). Sehingga dapat disimpulkan bahwa informasi nilai *capital expenditure* tidak memiliki relevansi nilai bagi investor. Tidak terdukungnya hipotesis ini mengindikasikan bahwa tidak berlakunya teori relevansi nilai, dimana informasi nilai dari *earning per share* dan *book value per share* juga direaksi negatif oleh reaksi investor. Hasil ini bertolak belakang dengan Ohlson (1995) yang menjelaskan bahwa nilai relevansi diukur berdasarkan timbal balik antara informasi akuntansi, yaitu tingkat pengembalian (*return* saham). Hal ini mengindikasikan bahwa laba tahun berjalan (EPS) dan nilai buku ekuitas (BVPS) tidak mampu menjadi faktor yang relevan untuk membuat keputusan investasi oleh investor.

Hasil statistik memberikan makna bahwa informasi nilai *capital expenditure* di dalam laporan keuangan, menunjukkan bahwa investor tidak sepenuhnya menganggap *capital expenditure* sebagai alat ukur untuk pengambilan keputusan investasi bagi pelaku pasar modal terutama investor. Hasil penilitan ini mengindikasikan bahwa investor tidak menjadikan informasi nilai *capital expenditure* sebagai berita baik atau buruk untuk membuat keputusan investasi mereka. Sehingga penelitian ini juga bertentangan dengan McConnel dan Muscarella (1985) yang menyatakan bahwa peningkatan (penurunan) *capital expenditure* merupakan berita baik (buruk) bagi pelaku pasar modal dan hasilnya berupa *excess return* positif (negatif). Akan tetapi penelitian ini sejalan dengan Szewyk (1996) yang memberikan bukti secara empiris bahwa informasi *capital expenditure* direaksi negatif oleh pelaku pasar modal.

Tetapi, jika dilihat dari *adjusted R² overall* yang dihasilkan oleh model 1 pada tabel 12 cukup rendah, yaitu 11.33%. hal ini mengindikasikan bahwa pasar modal terutama investor cukup mampu direaksi positif terhadap informasi nilai *capital expenditure*. Selanjutnya untuk model 2 untuk melihat pengaruh siklus hidup perusahaan dalam memoderasi hubungan relevansi nilai *capital expenditure* yaitu sebesar 10,80% lebih rendah dari model 1. Artinya siklus hidup perusahaan memperlemah relevansi nilai *capital expenditure* atau dengan kata lain bahwa siklus hidup perusahaan memperlemah hubungan *capital expenditure* terhadap *return* saham.

Informasi Nilai *Capital Expenditure* Memiliki Relevansi Nilai Lebih Tinggi Selama Tahap *Start up, Growth, Mature* Dibandingkan Tahap *Decline*

Untuk menjawab hipotesis yang diajukan mengenai manakah yang lebih memiliki nilai yang relevan, maka dapat dilakukan analisis terhadap nilai *adjusted R²*. Dari hasil statistik dapat dilihat *adjusted R²* yang diperoleh dari sampel per tahapan siklus hidup perusahaan pada tabel 13 yaitu sebagai berikut: tahap *start up* memperoleh nilai *adjusted R²* sebesar 20.80%, tahap *growth* sebesar 1.37%, tahap *mature* sebesar 1.06% dan tahap *decline* sebesar 22.08%.

Berdasarkan hasil tersebut dapat diketahui bahwa nilai *adjusted R²* tahap *decline* lebih tinggi daripada tahap *start up, growth* dan *mature*. Sehingga dapat dinyatakan bahwa hipotesis 2 ditolak. Hal ini bertolak belakang dengan pernyataan hipotesis yang menyatakan bahwa informasi nilai *capital expenditure* memiliki relevansi nilai lebih tinggi selama tahap *start up, growth* dan *mature* dibandingkan tahap *decline*. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan Chee *et al* (2016) dan Kim and Lee (2018), dimana perusahaan akan melakukan penyesuaian investasi dalam mengantisipasi terjadinya resesi atau tahap *decline* kemudian melaporkan bahwa perusahaan sudah bertindak menyesuaikan keputusan investasi yaitu kurang berinvestasi sebelum terjadi resesi atau perusahaan bertahap *decline*. Dengan demikian informasi nilai *capital expenditure* harusnya bernilai kurang relevan (negatif) pada tahap *decline*. Sehingga para investor juga akan membuat keputusan untuk kurang berinvestasi pada tahap *decline*.

SIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN

Simpulan

Berdasarkan hasil temuan penelitian dan pengujian hipotesis yang telah dilakukan dapat disimpulkan bahwa: 1) informasi nilai *capital expenditure* tidak memiliki nilai yang relevan bagi investor, 2) informasi nilai *capital expenditure* tidak memiliki relevansi nilai yang lebih tinggi selama tahap *start up, growth* dan *mature* dibandingkan tahap *decline*.

Selain itu, penelitian ini juga memiliki implikasi bagi pelaku pasar modal terutama bagi investor. *Capital expenditure* merupakan berita baik atau buruk bagi investor, sehingga dari berita tersebut investor diharapkan dapat membuat keputusan investasi yang lebih baik berdasarkan tahapan siklus hidup perusahaan. Sesuai dengan hasil penelitian ini yang menyatakan bahwa tahapan *decline* memiliki relevansi nilai yang lebih tinggi, maka selama perusahaan berada pada tahap *decline* tersebut investor dapat membuat keputusan investasi yang lebih tepat yaitu dengan cara mengurangi investasi mereka.

Keterbatasan

Peneliti telah berusaha merancang dan mengembangkan penelitian dengan sedemikian rupa, namun masih terdapat beberapa keterbatasan dalam penelitian ini yang masih perlu direvisi bagi peneliti selanjutnya antara lain: 1) Penelitian ini hanya mengambil sampel perusahaan manufaktur, sehingga data penelitian ini tidak dapat mewakili keseluruhan perusahaan pada Bursa Efek Indonesia. 2) Rentang waktu yang diteliti hanya dari 2013-2017. Padahal untuk meneliti siklus hidup perusahaan, seharusnya memerlukan periode penelitian yang lebih panjang untuk dapat melihat bahwa fenomena siklus hidup perusahaan berlangsung konsisten.

Saran

Adapun saran-saran yang dapat peneliti berikan sehubungan dengan keterbatasan yang melekat dalam penelitian ini adalah sebagai berikut: 1) Untuk peneliti selanjutnya diharapkan dapat menggunakan jenis perusahaan yang berbeda dan memakai ruang lingkup sampel yang luas dan

dilakukan dalam rentang waktu yang lebih panjang. Selain itu juga menggunakan proksi lain sebagai alat ukur *abnormal return*. 2) Bagi investor yang tertarik pada perusahaan manufaktur sebaiknya memperhatikan informasi-informasi yang diungkapkan oleh perusahaan emiten, tidak hanya memperhatikan informasi dari *capital expenditure* saja. Selain itu investor juga memperhatikan, apakah kebutuhan informasi dalam menganalisis investasi dan apakah informasi yang dilaporkan perusahaan emiten dapat dijadikan sebagai informasi dalam memprediksi *return* saham dimasa depan.

DAFTAR PUSTAKA

- Anthony, Jand K.Ramesh. 1992. Association Between Accounting Performance Measures and Stock Prices:A Test of The Life Cycle Hypothesis. *Journal of Accounting & Economics* 15, 203 -227.
- Black,E.L. 1998.Which is More Value Relevant: Earnings or Cash Flows?A Life Cycle Examination.*Journal of Financial Statements Analysis* 4:40-57.
- Boquist. 1998. Winner and Losers-Capital Allocation: Investment Decisions, Acquisition, and Restructuring. *Journal of General Management*.
- Bromiley, P. 1986. *Corporate Capital Investment: A Behavioral Approach* (Cambridge University Press, London).
- Chung, K.H., Wright , P. and Charoenwong, C. 1998. “Investment opportunities and market reaction to capital expenditure decisions”, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 22 No. 1, pp. 41-60.
- Dickinson,Victoria.2007. *Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm Life Cycle*, Working paper Fisher School of Accounting,Warrington College of Business University of Florida, (Online), <http://ssrn.com>.
- Dornbusch, R and S. Fischer. 1987. *Macroeconomic*, fourth edition (McGraw-Hill, New York).
- Fahmi, Basyaib S. 2006. *Teori Pembuat Keputusan*. Jakarta: Grasindo.
- Fama,E.F. 1970. Efficient Capital Markets: A Review Of Theory and Empirical Work.*The Journal of Financ.* Volume25 (May 1970): 383-417.
- Jogiyanto, Hartono. 2015. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi* (Edisi Kesepuluh). Yogyakarta: BPFY-Yogyakarta.
- Jones,CharlesP.2007.*Investment Analysis and Management Tenth Edition*, NorthCarolina StateUniversity, John Wiley & Sons, Inc.
- Juniarti, dan Rini Limanjaya.2005.Mana yang lebih memiliki value relevant: Net Income atau Cash Flow (Studi Terhadap Siklus Hidup Organisasi), *Jurnal Ekonomi Akuntansi ,Fakultas Ekonomi Universitas Kristen Petra* Vol.7 No.1. (Online). <http://www.puslit.petra.ac.id>.
- Kim, Sungsoo dan Lee, Brandon Byunghwan. 2018. The Value Relevance of Capital Expenditure and The Business Cycle. *Studies in Economics and Finance*.
- Li,Donglin.2004.*The Implications of Capital Investments for Future Profitability and Stock Returns – an Overinvestment Perspective*. Haas School of Business, University of California, Berkeley, CA94720.
- McConnel, J., and Muscarella. 1985. Corporate Capital Expenditure Decision and The Market Value of The Firm. *Journal of Financial Economics*.
- Nicholson, W. 1992. *Microeconomic Theory: Basic Principles and Extension*, fifth edition (The Dryden Press, Hinsdale, IL).

- Puspa, Dwi Fitri. 2006. *Value Relevance Laa dan Nilai Buku dengan Pendekatan Portofolio-Return: Periode Sebelum dan Periode Krisis Keuangan*. Jurnal Akuntansi dan Keuangan, Volume 5, No.2, Halaman 167-180.
- Scott, W.R. 2009. *Financial Accounting Theory*. Toronto Canada: Prentice-Hall.
- Shamki, Dhiaa dan Rahman, Azhar Abdul. 2012. "Value Relevance of Earnings and Book Value: Evidence from Jordan". *International Journal of Business and Management*. Vol.7 No.3.
- Shapiro, Alan C. 2005. *Capital Budgeting and Investment Analysis Edisi .* USA: Prentice Hall Inc.
- Szewczyk, Samuel H., Tsetsekos, George P., and Zantout, Zaker. 1996. The Evaluation of Corporate R&D Expenditure: Evidence from Investment Opportunities and Free Cash Flow. *Financial Management*, pp.105-10