

KEBIJAKAN DIVIDEN DAN PEMBELIAN KEMBALI SAHAM: PENGUJIAN *LIFE CYCLE THEORY*

Devi Indriyani, Dwi Ratmono¹

Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone: +622476486851

ABSTRACT

The purpose of this research is to examine the influence of life cycle theory and leverage on dividen policy and buyback. Life cycle is proxied by RETA (retained earning to total asset). This study purposes hypothesis that RETA have positive influence on dividen policy and buyback whereas leverage have negative influence on dividend policy and buyback.

The population of this research is all of listed firms in Indonesia Stock Exchange in year 2009-2012, exclude financial firms. Sampling method used is purposive sampling. Logistic regression used to be analysis technique. The final amounts of sample are 520.

Result of this study show that retained earning to total asset have positively significant influenced on probability of dividen distributing. Retained earning to total asset have no significance on probability of buyback action. Leverage have no significance on dividend policy but have negative influence on buyback. The finding of this study supports life cycle theory.

Keywords: RETA, leverage, dividend, buyback

PENDAHULUAN

Dividen biasanya dibayarkan oleh perusahaan yang matang dan telah berkembang dengan baik. Hal ini terjadi karena perusahaan yang berumur muda, memiliki alternatif investasi yang lebih banyak namun memiliki sumber daya yang terbatas. Perusahaan dalam tahap ini cenderung mempertahankan labanya daripada mendistribusikannya kepada pemegang saham dalam bentuk dividen, sedangkan perusahaan yang matang merupakan kandidat yang lebih baik untuk membagikan dividen (De Angelo *et al.*, 2006).

Kebijakan dividen yang diambil oleh perusahaan dipengaruhi oleh banyak faktor. Menurut penelitian Coulton dan Ruddock (2011), probabilitas suatu perusahaan membayar dividen baik dividen biasa maupun dividen saham berbanding lurus dengan proporsi laba ditahan di struktur modalnya. Proporsi laba ditahan yang diperbandingkan dengan total aset (RETA) berguna sebagai proksi siklus hidup perusahaan (De Angelo *et al.*, 2006). Perusahaan yang memiliki kesempatan bertumbuh lebih tinggi cenderung menahan labanya untuk diinvestasikan kembali dalam kegiatan operasional perusahaan. Sedangkan perusahaan yang saldo laba ditahannya sudah tinggi, biasanya merupakan perusahaan yang berada dalam tahap matang, sudah mampu menghasilkan kas namun dengan kesempatan bertumbuh yang lebih rendah, sehingga merupakan kandidat yang baik untuk mendistribusikan kas kepada pemegang saham dalam bentuk dividen.

Coulton dan Ruddock (2011) merangkum alasan-alasan pokok yang mendasari sebuah perusahaan membayar dividen. Pertama, menyampaikan informasi tentang pendapatan perusahaan (Bhattacharya, 1979). Kedua, untuk mendistribusikan kas kepada pemegang saham (Jensen, 1985) atau mengurangi *agency cost* (Easterbook, 1984). Perusahaan seharusnya dapat memaksimalkan kemakmuran pemegang sahamnya melalui maksimalisasi nilai perusahaan (Martono, 2008). Maksimalisasi kemakmuran pemegang saham dapat dilakukan dengan mendistribusikan kas ke pemegang saham berupa pembagian dividen, pembelian kembali saham atau keduanya.

Di sisi lain, perusahaan yang akan membagikan dividen dihadapkan pada berbagai pertimbangan, yaitu perlunya menahan sebagian laba untuk re-investasi yang mungkin lebih menguntungkan. Tidak sedikit perusahaan yang lebih mementingkan pertumbuhan perusahaan

¹ Corresponding author

(*growth*) daripada distribusi dividen dengan keyakinan bahwa menginvestasikan kembali laba yang diperoleh akan meningkatkan nilai perusahaan dan pemegang saham (Basir, 2005).

Banyak penelitian di Indonesia yang telah dilakukan berkaitan dengan kebijakan dividen suatu perusahaan. Namun masih sedikit penelitian di Indonesia yang mengaitkan kebijakan pembayaran dividen dengan *life cycle theory*. Menurut penelitian Fama dan French (2001) dan De Angelo *et al.* (2006) terdapat *trade-off* antara kelebihan dan kekurangan dari laba ditahan yang sebenarnya bisa mengubah kelangsungan ekonomi suatu perusahaan. Perusahaan yang ada pada tahap awal (*start-up stage*) mempunyai peluang lebih untuk berinvestasi daripada kemampuan menghasilkan kas. Keputusan yang terbaik dari perusahaan pada tahap ini adalah membentuk laba ditahan yang besar guna mencapai pertumbuhan perusahaan yang cepat. Laba ditahan merupakan salah satu sumber biaya internal yang digunakan untuk membiayai kebutuhan-kebutuhan perusahaan (Difah, 2011). Di sisi lain, perusahaan yang mencapai tahap kematangan merupakan perusahaan yang mempunyai arus stabil dengan pertumbuhan yang tidak lebih cepat dari perekonomian secara keseluruhan. Keputusan perusahaan yang tepat dalam tahap ini adalah menahan sebagian kecil proporsi laba ditahan sedangkan sebagian besarnya dipakai untuk kemakmuran pemegang sahamnya dengan membagikan dividen. Pembagian dividen menjadi salah satu wujud dari profitabilitas perusahaan yang berkelanjutan (*sustainable*) (Coulton dan Ruddock, 2011). Dapat disimpulkan bahwa pada tahap siklus hidup perusahaan yang berbeda, terdapat kebijakan dividen yang berbeda pula.

Pembelian kembali saham sebagai salah satu *corporate action* menjadi alternatif untuk mendistribusikan kas kepada pemegang saham selain pembagian dividen. Mitchel dan Robinson (dalam Coulton dan Ruddock, 2011) menemukan dua motivasi utama mengapa perusahaan melakukan *buyback*. Pertama, *buyback* sebagai sinyal dari keuntungan di masa depan. Kedua, *buyback* sebagai usaha untuk meningkatkan pendapatan per lembar saham (EPS).

Brown dan O'Day (2007) menemukan bahwa *share buyback yield* berasosiasi positif dengan kenaikan *dividen yield*, dimana hal ini menginterpretasikan bahwa *buyback* bukan sebagai substitusi dari pembagian dividen. Berbeda dengan AS, jumlah perusahaan yang melakukan *buyback* di Australia lebih rendah dibandingkan dengan jumlah perusahaan di Australia yang membagikan dividen. Hal ini mungkin terjadi karena terdapat perlakuan pajak yang berbeda antara dividen dan *buyback* di AS. Hal ini dapat dilihat dari pernyataan Allen dan Bernardo (2000) bahwa "*If dividends are taxed more heavily than capital gains, as is the case in the United States and many other countries, share repurchases are apparently superior to dividends.*"

Penelitian Coulton dan Ruddock (2011) menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan di Australia yang melakukan pembelian kembali saham, adalah perusahaan-perusahaan besar, memiliki profitabilitas yang tinggi, namun memiliki kesempatan bertumbuh yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang tidak melakukan pembelian kembali saham. Penelitian tersebut menyatakan bahwa *life cycle theory* dapat menjelaskan pembelian kembali saham, namun dengan tingkat *explanatory power* yang jauh lebih kecil dibandingkan dengan uji *life cycle theory* pada keputusan pembagian dividen.

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh *life cycle theory* pada kebijakan dividen dan pembelian kembali saham perusahaan di Indonesia. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui sifat dan perubahan kebijakan dividen menggunakan pendekatan *life cycle theory* yang masih jarang dilakukan di Indonesia. Penelitian De Angelo *et al.* (2006) menyatakan laba ditahan per total aset (RETA) sebagai proksi *life cycle* memiliki pengaruh lebih besar daripada pengukuran menggunakan profitabilitas dan *growth opportunities* yang banyak dipakai pada penelitian tentang kebijakan dividen terdahulu.

Penelitian Dol dan Wahid (2013) menggunakan *leverage* sebagai salah satu *underlying factor* dalam menjelaskan pembelian kembali saham. Healy dan Palepu (dalam Dol dan Wahid, 2013) mengklaim bahwa modal yang didanai dari hutang menunjukkan arus kas perusahaan yang kuat. Selanjutnya perusahaan berupaya menghasilkan arus kas yang lebih besar guna melunasi hutangnya. Komitmen untuk melunasi hutang ini akan membatasi kemampuan manajemen untuk berinvestasi di investasi lain yang tidak lebih menguntungkan, dalam hal ini pembelian kembali saham.

Penelitian Dewi (2008) menyatakan *leverage* yang rendah memungkinkan perusahaan untuk membagikan dividen yang tinggi karena sebagian besar laba ditahan digunakan untuk kesejahteraan pemegang saham. Sebaliknya, penggunaan hutang yang terlalu tinggi menyebabkan

penurunan dividen karena sebagian besar keuntungan dialokasikan sebagai cadangan pelunasan utang. Ketidakkonsistenan hasil penelitian terdahulu menunjukkan perlunya penelitian lebih lanjut. *Leverage* ditambahkan dalam penelitian ini sebagai variabel independen. Penambahan variabel diharapkan memberikan kontribusi bagi penelitian.

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Pembayaran dividen cenderung mengikuti *life cycle* perusahaan tersebut (Baker Powell, 2009). Fama dan French (2001) menemukan adanya hubungan antara tahap daur hidup suatu perusahaan dengan kebijakan dividen. Perusahaan yang membagikan dividen cenderung perusahaan besar, memiliki profitabilitas tinggi dengan kesempatan bertumbuh yang rendah sedangkan perusahaan yang profitabilitasnya rendah namun kesempatan bertumbuhnya tinggi dengan pengeluaran investasi yang melebihi pendapatannya memilih untuk menahan labanya dan tidak membagikan dividen.

Terdapat *trade-off* antara laba ditahan dan laba yang didistribusikan dalam bentuk dividen. *Trade-off* tersebut terus berkembang sejalan dengan akumulasi laba yang terus meningkat dan kesempatan investasi yang menurun, yaitu pada saat perusahaan mencapai tahap *mature*. Pada tahap *mature* itulah perusahaan cenderung membagikan dividen (De Angelo *et al.*, 2006).

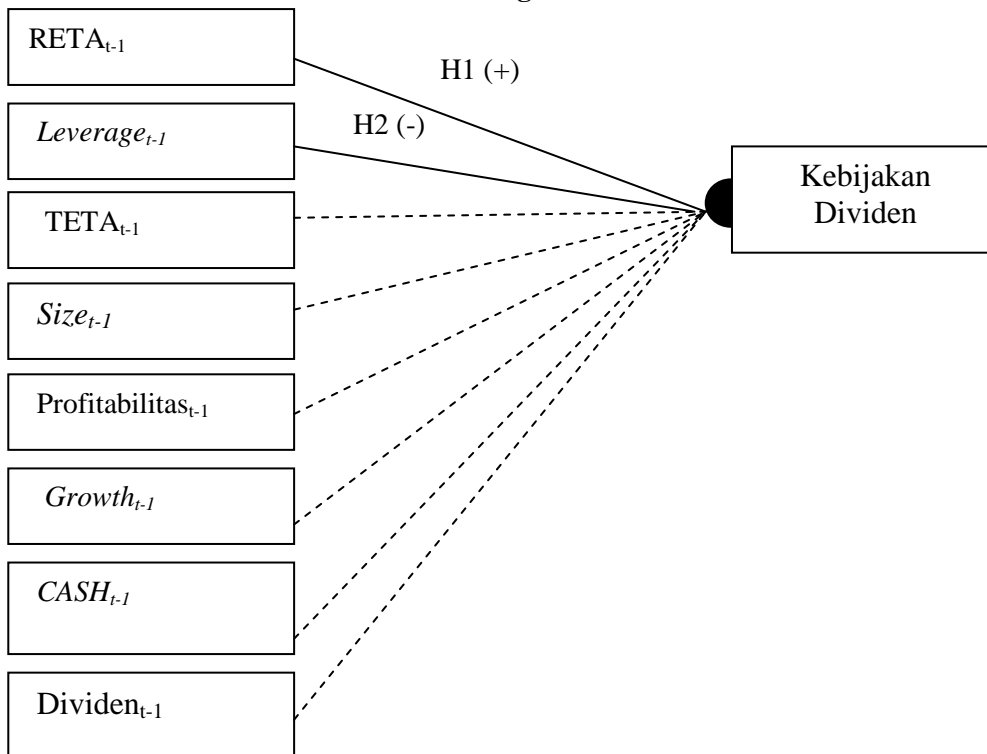
Komposisi antara laba ditahan dibandingkan dengan total ekuitas atau total aset merupakan proksi yang logis untuk tahap daur hidup perusahaan. Laba ditahan per total aset (RETA) merefleksikan tahap daur hidup suatu perusahaan. Rasio RETA yang tinggi dapat dihasilkan dari laba di periode sebelumnya yang kemudian terakumulasi, sehingga dapat dikatakan RETA adalah cerminan profitabilitas perusahaan (De Angelo *et al.*, 2006). *Firm life cycle theory of dividen* dapat menjelaskan mengapa perusahaan membagikan dividen.

Coulton dan Ruddock (2011) menguji faktor-faktor yang mempengaruhi pembagian dividen dan *buyback* perusahaan-perusahaan di Australia dengan uji *life cycle theory*. Terdapat pengaruh positif antara proporsi dari laba ditahan per total aset (RETA) dengan keputusan membagikan dividen dan *buyback* dengan variabel kontrol TETA, *size*, profitabilitas, *growth*, *cash balance*, dan dividen tahun sebelumnya. Hasilnya membuktikan bahwa perusahaan yang membagikan dividen dan melakukan *buyback* mempunyai *size* yang lebih besar, menghasilkan laba yang lebih tinggi, kesempatan tumbuh (*growth opportunities*) lebih kecil, dengan laba ditahan yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang tidak membagikan dividen. Penelitian lain dari De Angelo (2006) menggunakan *retained earning to total equity* (RETE) dan *retained earning to total asset* (RETA) sebagai variabel independen. Hal ini berbeda dengan literatur dividen lain yang banyak menggunakan profitabilitas atau *size* sebagai proksi utama. RETE dan RETA dianggap sebagai proksi yang tepat untuk menilai *life cycle stage* suatu perusahaan guna menilai perusahaan mana yang pendanaannya lebih ke *self financing* dan perusahaan mana yang lebih banyak menggunakan modal eksternal. Hasil penelitian menunjukkan RETE, RETA, profitabilitas, *size*, dividen tahun sebelumnya dan TETA berpengaruh positif signifikan pada kebijakan dividen perusahaan sedangkan *cash holding* berpengaruh negatif dan signifikan pada kebijakan dividen perusahaan. Penelitian ini mendukung teori siklus hidup perusahaan dimana tahap suatu perusahaan dalam waktu tertentu dari siklus hidupnya tercermin dalam komposisi modal sendiri dan modal pinjamannya.

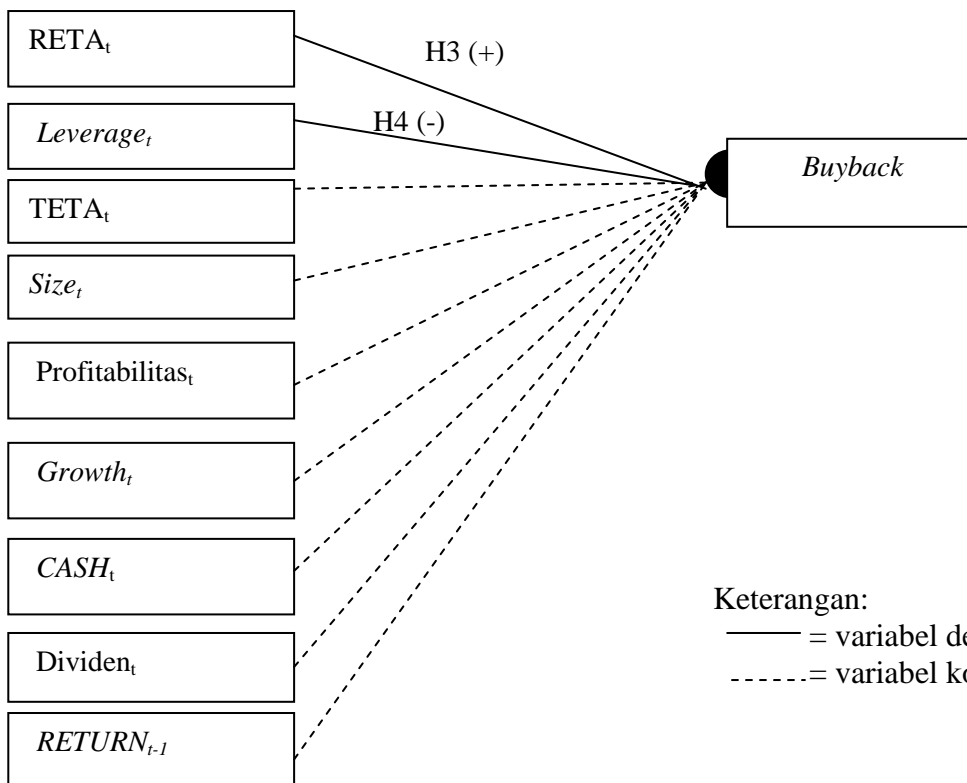
Hauser (2011) juga menggunakan *life cycle* model untuk memprediksi suatu perusahaan membayar dividen atau tidak. Hasil penelitian menunjukkan RETE, profitabilitas, *size*, dividen tahun sebelumnya berpengaruh positif signifikan pada probabilitas suatu perusahaan membayar dividen sedangkan *cash holding* dan TETA berpengaruh negatif signifikan, *sales growth rate* tidak berpengaruh signifikan. Al-Ajmi dan Hussain (2011) menyatakan dividen tahun sebelumnya, profitabilitas, *size*, *life cycle* (RETE), *cash flow* berpengaruh positif signifikan pada kebijakan dividen, *tangibility* dan *leverage* tidak signifikan.

Dalam penelitian ini diteliti hubungan antara *life cycle theory* dan kemungkinan suatu perusahaan membagikan dividen dan melakukan pembelian kembali saham mengacu pada penelitian Coulton dan Ruddock (2011) namun tidak memasukkan variabel *franking credit* karena tidak sesuai dengan keadaan di Indonesia dan mengganti proksi *growth* yaitu *asset growth rate* dengan *sales growth rate* karena dianggap kurang ideal sebagai proksi *growth* (De Angelo *et al.*, 2006). Selain itu, ditambahkan *leverage* sebagai variabel independen yang diharapkan menjadi kontribusi bagi penelitian.

Gambar 1
Kerangka Pemikiran I



Gambar 2
Kerangka Pemikiran II



Keterangan:

———— = variabel dependen
 - - - - - = variabel kontrol

Hubungan proporsi laba ditahan per total aset (RETA) dan kebijakan dividen

Beberapa penelitian menggunakan laba ditahan sebagai proksi tahap siklus hidup (*life cycle*). Semakin besar proporsi laba ditahan terhadap total aset (RETA) semakin dewasa tahap pertumbuhannya. De Angelo *et al.* (2006) menunjukkan proporsi RETA memiliki hubungan positif dengan kemungkinan pembayaran dividen. Pengukuran pengambilan keputusan untuk membayar dividen dengan proksi RETA memiliki pengaruh yang lebih kuat dibandingkan dengan proksi *profitability* dan *growth* yang banyak dipakai sebagai variabel independen di literatur kebijakan dividen sebelumnya. Perusahaan dengan saldo laba ditahan yang rendah akan lebih ideal dikategorikan sebagai perusahaan yang kemungkinan membagikan dividen. Di sisi lain perusahaan yang besar, profitabilitasnya tinggi dengan kemampuan bertumbuh yang rendah merupakan kandidat perusahaan yang benar-benar mengumumkan pembagian dividen. Dari uraian di atas dirumuskan hipotesis terdapat hubungan positif antara proporsi laba ditahan per total aset (RETA) pada kemungkinan perusahaan membayar dividen.

H1 : RETA berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

Hubungan leverage dan kebijakan dividen

Leverage mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajiban yang ditunjukkan dengan proporsi jumlah modal sendiri yang digunakan untuk membayar hutang (Hardiatmo, 2012). *Leverage* mempengaruhi kapasitas perusahaan untuk membagikan dividen karena perusahaan yang membiayai operasional perusahaannya melalui hutang harus menetapkan sebagian dananya untuk pembayaran pokok pinjaman sekaligus bunga (Al Ajmi dan Hussain, 2011).

Rasio *leverage* yang digunakan dalam penelitian ini adalah *debt to total asset*. Semakin tinggi *debt to total asset*, semakin rendah kemungkinan suatu perusahaan membagikan dividen. Hal tersebut terjadi karena perusahaan memilih untuk menahan labanya guna membayar hutangnya terlebih dahulu daripada mendistribusikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen (Arifanto, 2011). Dewi (2008) menyatakan terdapat hubungan negatif signifikan antara *leverage* dengan pembagian dividen. Dari uraian tersebut, dirumuskan hipotesis *leverage* berpengaruh negatif pada kemungkinan perusahaan membagikan dividen

H2 : *Leverage* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen

Hubungan proporsi laba ditahan per total aset (RETA) dan pembelian kembali saham

Penelitian Coulton dan Ruddock (2011) menyatakan bahwa perusahaan yang melakukan *off market buyback* merupakan perusahaan yang besar, memiliki profitabilitas yang lebih tinggi, dan kesempatan tumbuh rendah dibandingkan perusahaan yang tidak melakukan *buyback*. Dari uraian di atas *life cycle theory* mempengaruhi *buyback*, maka diharapkan terdapat hubungan positif antara RETA dan probabilitas perusahaan mengadakan yang mengadakan *buyback*.

H3 : RETA berpengaruh positif signifikan terhadap *buyback*

Hubungan leverage dan pembelian kembali saham

Perubahan struktur modal yang didapatkan dari penambahan hutang menunjukkan bahwa arus kas perusahaan bernilai positif dan selanjutnya perusahaan akan meningkatkan pendapatannya guna melunasi hutangnya. Komitmen untuk melunasi hutang tersebut akan membatasi kemampuan manajemen untuk berinvestasi di alternatif investasi lain yang tidak lebih menguntungkan dari penambahan hutang tersebut (Dol dan Wahid, 2013). Brav *et al.* (2005) yang melakukan penelitian dengan mewawancarai CEO perusahaan menyimpulkan bahwa salah satu faktor yang melatarbelakangi perusahaan melakukan pembelian kembali saham adalah tidak adanya lagi investasi yang lebih menguntungkan selain menginvestasikan dana ke dalam perusahaan itu sendiri. Perusahaan melakukan pembelian kembali saham karena menurunnya alternatif investasi yang lebih menguntungkan (Brown dan O'Day, 2005). Semakin tinggi proporsi hutang, semakin kecil kemungkinan perusahaan melakukan *buyback*. Hal ini sesuai dengan penelitian Brown dan O'Day (2005) yang menyatakan *leverage* yang diproksikan dengan *debt to total asset* berpengaruh negatif pada kemungkinan perusahaan melakukan *buyback*. Dari uraian tersebut didapat hipotesis *leverage* berpengaruh negatif signifikan pada keputusan *buyback*.

H4 : *Leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap *buyback*

METODE PENELITIAN

Variabel Penelitian

Variabel dependen pertama dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen yang diproksikan dengan *dummy variable* (Coulton dan Rudduck, 2011), yaitu 1 untuk perusahaan membayar dividen dan 0 untuk perusahaan tidak membayar dividen. Variabel dependen kedua dalam penelitian ini adalah pembelian kembali saham yang diproksikan dengan *dummy variable*, yaitu 1 untuk perusahaan melakukan pembelian kembali saham (*buyback*) dan 0 untuk perusahaan tidak melakukan pembelian kembali saham (*buyback*). Variabel independen dalam penelitian ini adalah *retained earning to total asset* (RETA) dan *leverage*. *Leverage* diproksikan dengan *debt to total asset*. Variabel kontrol *total equity to total asset* (TETA), *size*, profitabilitas, *growth*, *cash balance*, dan dividen tahun sebelumnya, dan *return*.

Penentuan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2012. Pengambilan sampel pada penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling*, di mana sampel perusahaan yang dipilih berdasarkan pada kriteria yang telah ditentukan. Kriteria-kriteria yang dimaksud adalah sebagai berikut :

1. Perusahaan di semua sektor kecuali sektor keuangan yang terdaftar di BEI selama periode 2009-2012
2. Perusahaan terdaftar di BEI selama periode 2009-2012. Tidak melakukan IPO atau dihapuskan dari perdagangan di bursa (*delisting*) di tengah-tengah periode pengamatan.
3. Perusahaan yang menerbitkan laporan keuangan secara lengkap per 31 Desember 2009-31 Desember 2012. Pemilihan tersebut didasarkan pada alasan bahwa laporan keuangan per 31 Desember merupakan laporan yang telah diaudit sehingga laporan keuangan tersebut lebih dapat dipercaya.

Metode Analisis

Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah *logistic regression*. Variabel terikat yang digunakan merupakan variabel *binary*, yaitu apakah perusahaan melakukan dividen atau tidak dan apakah perusahaan melakukan *buyback* atau tidak. Variabel bebas yang digunakan dalam model ini adalah *retained earning to total asset* dan *leverage*. Terdapat juga variabel kontrol *total equity to total asset* (TETA), *size*, profitabilitas, *growth*, *cash balance*, dan dividen tahun sebelumnya, dan *return*. Persamaan yang dibentuk dengan menggunakan regresi logistik adalah sebagai berikut :

$$DIV_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 RETA_{i,t-1} + \beta_2 LEV_{i,t-1} + \beta_3 TETA_{i,t-1} + \beta_4 SIZE_{i,t-1} + \beta_5 ROA_{i,t-1} + \beta_6 GROWTH_{i,t-1} + \beta_7 CASH/TA_{i,t-1} + \beta_8 DIV_{i,t-1}$$

$$BUYBACK_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 RETA_{i,t} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 TETA_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 GROWTH_{i,t} + \beta_7 CASH/TA_{i,t} + \beta_8 DIV_{i,t} + \beta_9 RETURN_{i,t-1}$$

Keterangan :

DIV	= variabel dummy untuk kemungkinan perusahaan membagikan dividen, dimana nilai 1 untuk perusahaan yang membagikan dividen dan 0 untuk perusahaan yang tidak membagikan dividen
BUYBACK	= variabel dummy untuk <i>buyback</i> , dimana nilai 1 untuk perusahaan yang melakukan <i>buyback</i> dan 0 untuk perusahaan yang tidak melakukan <i>buyback</i>
α	= Konstanta
RETA	= Laba ditahan per total aset
LEV	= <i>Leverage</i>
TETA	= Total ekuitas per total aset
Size	= Ukuran perusahaan
ROA	= Profitabilitas perusahaan

Growth	= Tingkat pertumbuhan perusahaan
CASHTA	= Ketersediaan kas dibandingkan total aset perusahaan
DIV _{t-1}	= Variabel dummy dimana dimana 1 untuk perusahaan yang membagikan dividen di tahun sebelumnya dan 0 untuk perusahaan yang tidak membagikan dividen di tahun sebelumnya
Return _{t-1}	= Annual return _{t-1}

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Uji Kelayakan Model Regresi

Uji *Hosmer and Lemeshow's Goodness of Fit* menguji hipotesis nol bahwa data empiris cocok atau sesuai dengan model atau tidak ada perbedaan antara model dengan data sehingga model dapat dikatakan fit. Dasar pengambilan keputusannya adalah apabila *Hosmer and Lemeshow's Goodness of Fit* statistik kurang dari sama dengan 0,05 maka hipotesis nol ditolak, yang berarti bahwa terdapat perbedaan antara model dan data sehingga model dikatakan tidak fit. Jika nilai dari *Hosmer and Lemeshow's Goodness of Fit Test* lebih dari sama dengan 0,05 maka hipotesis nol diterima. Hal ini berarti bahwa tidak terdapat perbedaan antara model dan data sehingga model dikatakan fit dan mampu memprediksi nilai observasinya.

Penilaian keseluruhan model (*overall model fit*) regresi ditunjukkan dengan *Log likelihood value* yaitu dengan membandingkan antara *-2Log Likelihood* pada saat model hanya memasukkan konstanta dengan nilai *-2Log Likelihood (block number = 0)* dengan pada saat model memasukkan konstanta dan variabel bebas (*block number = 1*). Dasar pengambilan keputusannya adalah apabila nilai *-2Log Likelihood* pada saat *block=0* lebih besar dari nilai *-2Log Likelihood* pada saat *block=1* maka, model secara keseluruhan merupakan model yang baik.

Koefisien determinasi pada dasarnya digunakan untuk mengukur kemampuan model regresi dalam menerangkan variasi variabel independen. Pada regresi logistik, koefisien determinasi dapat dilihat dari nilai *Nagelkerke R Square*.

Tabel 1
Uji Kelayakan Model Regresi

Model	<i>Hosmer and Lemeshow Goodness of fit</i>	<i>Overall fit model</i>		<i>Nagelkerke R Square</i>
		<i>-2 Loglikelihood awal (Block Number = 0)</i>	<i>-2 Log likelihood akhir (Block Number = 1)</i>	
I	0,77	511,497	159,048	0,81
II	0,08	303,050	239,838	0,15

Berdasarkan tabel di atas, ditunjukkan bahwa nilai dari *Hosmer and Lemeshow's Goodness of Fit Test* adalah sebesar 0,77. Nilai *Hosmer and Lemeshow's Goodness of Fit Test* pada model regresi II nilai signifikansi sebesar 0,08. Dengan nilai signifikansi pada kedua model regresi tersebut yang lebih besar dari 0,05 maka pada kedua model regresi tersebut Ho tidak dapat ditolak (diterima) yang berarti bahwa berarti model mampu memprediksi nilai observasinya atau dapat dikatakan model dapat diterima karena sesuai dengan data observasinya.

Pada tabel di atas ditunjukkan bahwa nilai *-2Log Likelihood* awal (*Block Number=0*) sebesar 511,497 sedangkan nilai *-2Log Likelihood* akhir (*Block Number = 1*) sebesar 159,048. Hal tersebut berarti bahwa nilai *-2Log Likelihood* awal (*Block Number=0*) mengalami penurunan jika dibandingkan dengan *-2Log Likelihood* akhir (*Block Number=1*) yang berarti penambahan variabel independen dan variabel kontrol ke dalam model regresi memperbaiki model fit dan menunjukkan model regresi yang lebih baik. Pada regresi II ditunjukkan bahwa nilai *-2Log Likelihood* awal (*Block Number=0*) sebesar 303,050 sedangkan nilai *-2Log Likelihood* akhir (*Block Number =1*) sebesar 239,838. Hal tersebut berarti bahwa nilai *-2Log Likelihood* awal (*Block Number=0*) mengalami

penurunan jika dibandingkan dengan -2Log Likelihood akhir (*Block Number*=1) yang berarti bahwa penambahan variabel independen dan variabel kontrol ke model regresi memperbaiki model fit dan menunjukkan model regresi yang lebih baik.

Pada tabel di atas ditunjukkan bahwa nilai *Nagelkerke R Square* sebesar 0,814. Hal ini berarti variabilitas variabel dependen dapat dijelaskan oleh variabilitas variabel-variabel independen sebesar 81,4%. Dalam pemahaman lain berarti bahwa variabilitas variabel kemungkinan perusahaan membayar dividen dapat dijelaskan oleh variabilitas variabel RETA (*retained earning to total asset*), *leverage*, dan variabel-variabel kontrol sebesar 81,4% sedangkan sisanya sebesar 18,6% dijelaskan oleh variabel di luar model penelitian. Nilai *Nagelkerke R Square* untuk model II sebesar 0,147. Hal ini berarti variabilitas variabel dependen dapat dijelaskan oleh variabilitas variabel-variabel independen sebesar 14,7%. Dalam pemahaman lain berarti bahwa variabilitas variabel kemungkinan perusahaan melakukan *buyback* dapat dijelaskan oleh variabilitas variabel RETA (*retained earning to total asset*) dan *leverage* sebesar 14,7% sedangkan sisanya sebesar 87,5% dijelaskan oleh variabel di luar model penelitian.

Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis pertama menggunakan regresi logistik, menguji pengaruh RETA dan *leverage* pada kebijakan dividen suatu perusahaan. Pengujian signifikansi koefisien dari setiap variabel bebas menggunakan *p-value* dengan tingkat signifikansi sebesar 5% (0,05). Apabila nilai signifikansi kurang dari 0,05 dan tanda koefisien regresi logistik sama dengan yang dihipotesiskan maka hipotesis tersebut diterima. Hasil pengujian hipotesis dalam penelitian ini disajikan sebagai berikut:

Tabel 2
Hasil Uji Hipotesis 1

	Beta	Sig.
RETA	1,92	0,04
LEV	-1,57	0,48
TETA	-3,30	0,17
SIZE	0,37	0,00
ROA	16,63	0,00
SGR	0,08	0,82
CASHTA	6,64	0,00
DIVT	3,17	0,00
Constant	-10,79	0,01

Hipotesis satu (H1) menyatakan bahwa RETA berpengaruh positif terhadap kemungkinan suatu perusahaan membayar dividen. Hasil uji regresi logistik di atas menunjukkan nilai beta sebesar 1,920 dan signifikansi sebesar 0,04. Hasil tersebut berarti bahwa RETA memiliki pengaruh positif pada kemungkinan suatu perusahaan membayar dividen. Dengan demikian, hasil penelitian ini mendukung hipotesis satu (H1). Sesuai dengan hasil uji *mann whitney* (tidak dilampirkan) dengan signifikansi 0,00 yang menunjukkan bahwa rata-rata RETA pada perusahaan yang membagikan dividen berbeda signifikan dengan RETA pada perusahaan yang tidak membagikan dividen. Hasil penelitian menunjukkan RETA (*retained earning to total asset*) memiliki pengaruh positif signifikan pada kemungkinan suatu perusahaan membayar dividen. Semakin besar angka RETA, semakin besar pula kemungkinan sebuah perusahaan membayar dividen. Hal ini konsisten dengan *life cycle theory* dan hasil penelitian Coulton dan Ruddock (2011). RETA merupakan

proksi yang logis untuk tahap daur hidup perusahaan. Rasio RETA yang tinggi dapat dihasilkan dari laba di periode-periode sebelumnya yang kemudian terakumulasi, sehingga dapat dikatakan RETA adalah cerminan profitabilitas perusahaan. Profitabilitas perusahaan yang tinggi dihadapkan pada kesempatan bertumbuh (*growth opportunities*) yang rendah menjadikan suatu perusahaan lebih cenderung mendistribusikan kasnya bagi pemegang saham dalam bentuk dividen. Hubungan logis antara RETA dan kebijakan dividen dapat terjawab.

Hipotesis dua (H2) menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap kemungkinan suatu perusahaan membayar dividen. Hasil uji regresi logistik di atas menunjukkan nilai beta sebesar -1,57 dan signifikansi sebesar 0,48. Hasil tersebut berarti bahwa *leverage* tidak berpengaruh pada kemungkinan suatu perusahaan membayar dividen. Hasil pengujian data menunjukkan bahwa hipotesis dua (H2) tidak didukung. Hal ini senada dengan Al Ajmi dan Hussain (2011), Hardiatmo (2012), dan Arifanto (2011) yang menyatakan tidak ada pengaruh signifikan antara *leverage* dengan pembagian dividen.

Pengujian hipotesis kedua menggunakan regresi logistik untuk menguji pengaruh RETA pada aksi *buyback* suatu perusahaan. Pengujian signifikansi koefisien dari setiap variabel bebas dengan tingkat signifikansi sebesar 5% (0,05). Apabila nilai signifikansi kurang dari 0,05 dan tanda koefisien regresi logistik sama dengan yang dihipotesiskan maka hipotesis tersebut diterima. Hasil pengujian hipotesis dalam penelitian ini sebagai berikut:

Tabel 3
Hasil Uji Hipotesis 2

	Beta	Sig.
RETA	-0,01	0,98
LEV	-3,36	0,03
TETA	-2,66	0,09
SIZE	0,11	0,26
ROA	0,21	0,89
SGR	-0,99	0,18
CASHTA	1,75	0,05
DIV	1,14	0,05
RETURN	-0,66	0,02
Constant	-3,59	0,26

Hipotesis tiga (H3) menyatakan bahwa RETA berpengaruh positif terhadap kemungkinan suatu perusahaan melakukan *buyback*. Hasil uji regresi logistik di atas menunjukkan nilai beta sebesar -0,014 dan signifikansi sebesar 0,983. Hasil tersebut berarti bahwa RETA tidak berpengaruh pada kemungkinan suatu perusahaan melakukan *buyback*. Sesuai dengan uji *mann whitney* dengan tingkat signifikansi 0,053 yang menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan signifikan antara RETA perusahaan yang melakukan *buyback* dengan yang tidak melakukan *buyback*. Dengan demikian, hasil penelitian ini tidak mendukung hipotesis tiga (H3). Hasil tersebut bisa diartikan RETA tidak berpengaruh terhadap kemungkinan perusahaan melakukan *buyback*. Hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian Coulton dan Ruddock (2011) yang menyatakan bahwa RETA berpengaruh positif dan signifikan pada *buyback*. Hal ini mungkin terjadi karena laba ditahan bukanlah faktor kritis yang melatarbelakangi perusahaan-perusahaan di Indonesia untuk melakukan pembelian kembali saham. Faktor-faktor lain seperti ROE, EPS, dan *market to book value of equity* merupakan faktor yang mendasari perusahaan melakukan *buyback* (Dol dan Wahid, 2013). Arus kas, *market-to-book ratio*, *stock performance*, dan kepemilikan manajerial digunakan Kai Li dan McNally (2007) dalam menjelaskan kemungkinan pembelian kembali saham perusahaan-perusahaan di Kanada.

Hipotesis empat (H4) menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap kemungkinan perusahaan melakukan *buyback*. Hasil uji regresi logistik di atas menunjukkan nilai

beta sebesar -3,359 dan signifikansi sebesar 0,035. Hasil tersebut berarti bahwa *leverage* memiliki pengaruh negatif signifikan pada kemungkinan suatu perusahaan melakukan *buyback*. Dengan demikian, hasil penelitian ini mendukung hipotesis empat (H4). Didukung dengan uji *mann whitney* dengan tingkat signifikansi 0,012 ($< 0,05$) yang menunjukkan terdapat perbedaan signifikan antara *leverage* perusahaan yang melakukan *buyback* dan perusahaan yang tidak melakukan *buyback*. Perusahaan yang melakukan pembelian kembali saham cenderung memiliki *leverage* yang lebih rendah daripada perusahaan yang tidak melakukan pembelian kembali saham. Hal ini mendukung penelitian Brown dan O'Day (2007). Sebaliknya, perusahaan dengan *leverage* tinggi memiliki komitmen untuk melunasi hutangnya yang kemudian membatasi kemampuan manajemen untuk berinvestasi di alternatif investasi lain yang tidak lebih menguntungkan dari penambahan hutang tersebut (Dol dan Wahid, 2013).

KESIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk memperoleh bukti empiris mengenai pengaruh *life cycle theory* yang diprosikan dengan RETA dan *leverage* terhadap kemungkinan pembagian dividen dan aksi *buyback* suatu perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa RETA berpengaruh positif terhadap kemungkinan suatu perusahaan membagikan dividen. Semakin tinggi nilai RETA semakin tinggi kemungkinan suatu perusahaan membagikan dividen. Hasil ini memberikan dukungan untuk *life cycle theory*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *leverage* tidak berpengaruh signifikan terhadap kemungkinan suatu perusahaan membagikan dividen. Penelitian ini menunjukkan bahwa RETA tidak berpengaruh signifikan terhadap kemungkinan suatu perusahaan melakukan aksi *buyback*. Hasil penelitian ini juga menunjukkan bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap kemungkinan suatu perusahaan melakukan *buyback*.

Penelitian ini memiliki keterbatasan yaitu Nilai *nagelkerke r square* untuk penelitian mengenai *buyback* yang relatif rendah yaitu 14,7%. Atas dasar keterbatasan tersebut, untuk penelitian selanjutnya disarankan agar dapat menambah variabel independen yang dapat menjelaskan aksi *buyback* suatu perusahaan.

REFERENSI

- Adhiputra, Rizal. 2010. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Dividen Payout Ratio pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. <http://eprints.undip.ac.id>. Diakses tanggal 3 Januari 2013
- Allen, Franklin, Antonio E. Bernardo and Ivo Welch. 2000. "A Theory of Dividends Based On Tax Clienteless," *The Journal of Finance* 55-6, 2449:2536
- Al-Ajmi, Jasim and Hameeda Abu Hussain. 2011. "Corporate dividends decisions: evidence from Saudi Arabia." *The Journal of Risk Finance* Vol 12 : 41-56
- Anthony, R dan Govindarajan, V. 2007. *Sistem Pengendalian Manajemen*. Boston: McGraw-Hill
- Arifanto, Nur Imam. 2011. Analisis pengaruh Agency Cost terhadap Dividen Pay Out Ratio (Studi Empiris pada Perusahaan Non Keuangan yang Listing di Bursa Efek Indonesia pada Tahun 2005-2009), <http://eprints.undip.ac.id>. Diakses tanggal 3 Januari 2013
- Baker, H.Kent and G.Powell.2009. "Dividend Policy in Indonesia: Survey Evidence from Executives". *Journal of Asia Business Studies* Vol 6 No 1 pp 79-92
- Basir, Saleh dan HENDY M.Fakhrudin. 2005. *Aksi Korporasi: Strategi untuk Meningkatkan Nilai Saham melalui Tindakan Korporasi*. Salemba Empat: Jakarta
- Bhattacharya,S. 1979. Imperfect Information, Dividend Policy, and "The Bird in the Hand Fallacy". *The Bell Journal of Economics* 10: 259-270
- Brav, et al., 2005. "Payout policy in the 21st century." *Journal of Financial Economics* 77 : 483-527
- Brown, C., and J. O'Day. 2007. "The Dividend Substitution Hypothesis: Australian evidence", *working paper (The University of Melbourne)*
- Brown, C., and J. O'Day. 2005. "The Relationship between Share Repurchases and Dividends in an Imputation Tax Environment", *working paper (The University of Melbourne)*
- Coulton, Jeffrey J. and C. Ruddock. 2011. "Corporate payout policy in Australia and a test of the life-cycle theory." *Accounting Finance* 51: 381-407

- De Angelo, H., L. De Angelo, and R. Stulz. 2006. "Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life cycle theory." *Journal of Financial Economics* 81: 277-254
- Dewi, Sisca Christiany. 2008. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi* Vol 10 No 1: 47-58
- Difah, Siti Syamsiroh. 2011. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Dividend Payout Ratio pada Perusahaan BUMN yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2004-2009. <http://eprints.undip.ac.id>. Diakses tanggal 24 November 2012
- Djumahir. Pengaruh Biaya Agensi, Tahap Daur Hidup Perusahaan, dan Regulasi Terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. <https://docs.google.com/document/d/129ov9Ur7GKHv1VSZjFZ00AKtfmRH8FoUfGhNbIFqIzg/preview?pli=1> diakses tanggal 13 November 2013
- Dol, Akma Hidayu dan A. Wahid. 2013. Measuring the Motivating Factor for Share Buyback: Evidence from Malaysian Companies, <http://www.onlineresearchjournals.org/JSS> diakses tanggal 23 Januari 2014
- Easterbrook, F., 1984. "Two agency-cost explanations of dividends". *The American Economic Review* 74: 650-659
- Fama, E. F., and K.R. French, 2001. "Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?" *Journal of Financial Economics* 60 : 607-636
- Ghozali, Imam. 2011. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro
- Hauser, Richard. 2013. "Did dividend policy change during crisis?" . *Managerial Finance* Vol 39 No 6: 584-606
- Hardiatmo, Budi. 2012. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen. <http://eprints.undip.ac.id>. Diakses tanggal 27 Desember 2012
- Febrianto, Heru. 2013. *Buyback Kembali Marak*, diakses pada 23 Desember 2013 dari www.okezone.com
- Jensen, Michael C., and William H. Meckling. "Theory of the firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure". *The American Economic Review* 76: 323-329
- Kai Li, Mc Nally William. 2007. "The Information Content of Canadian Open Market Repurchase Announcement". *Managerial Finance* Vol 33 No 1: 66-80
- Lintner, J. 1956. Distributions of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *American Economic Review* 46, pp 97-113
- Martono dan D. Agus Sarjito. 2008. *Manajemen Keuangan*. Cetakan Ketujuh. Yogyakarta: Ekonisia
- Miller, Merton H., and Franco Modigliani. 1961. "Dividend Policy, Growth, and The Valuation of Shares". *The Journal of Business* Vol 34 No 4: 411-433
- Murhadi, Werner R., dan L.I Wijaya. 2008. Studi Pengaruh Good Corporate Governance, Analyst Coverage, dan Tahapan Daur Hidup Terhadap Kebijakan Dividen, <http://wernermurhadi.files.wordpress.com/2011/07/edit-masukan-reviwer-werner-agustus-2010.pdf> . Diakses tanggal 13 November 2013
- Padnyawati, Kadek. 2010. Pengaruh Aliran Kas, Kepemilikan Manajerial, dan Kepemilikan Institusional pada Keputusan Pembayaran Dividen. Thesis Program Pasca Sarjana Universitas Udayana, http://www.pps.unud.ac.id/thesis/pdf_thesis/unud-590-tesis.pdf. Diakses tanggal 13 November 2013
- Pradipto, Didit. 2010. Dampak Pengumuman Buyback Saham Terhadap Return Saham Emiten Bursa Efek Indonesia Dalam Periode Tahun 2005-2009. <http://repository.mb.ipb.ac.id/44/3/E31-03-Didit-RingkasanEksekutif.pdf> diakses tanggal 28 Oktober 2013
- Rachmad, Anggie Noor. 2013. Pengaruh Struktur Kepemilikan, Leverage, dan Return On Asset (ROA) pada Kebijakan Dividen Studi Empiris pada Perusahaan NonKeuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia <http://eprints.undip.ac.id>. Diakses tanggal 24 November 2013
- Riyanto, Bambang. 1995. *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Yogyakarta: BPFE
- Thanatawee, Yordying. 2011. "Life-Cycle Theory and Free Cash Flow Hypothesis: Evidence from Dividend Policy in Thailand." *International Journal of Final Research*, Vol.2, No.2: 52-60