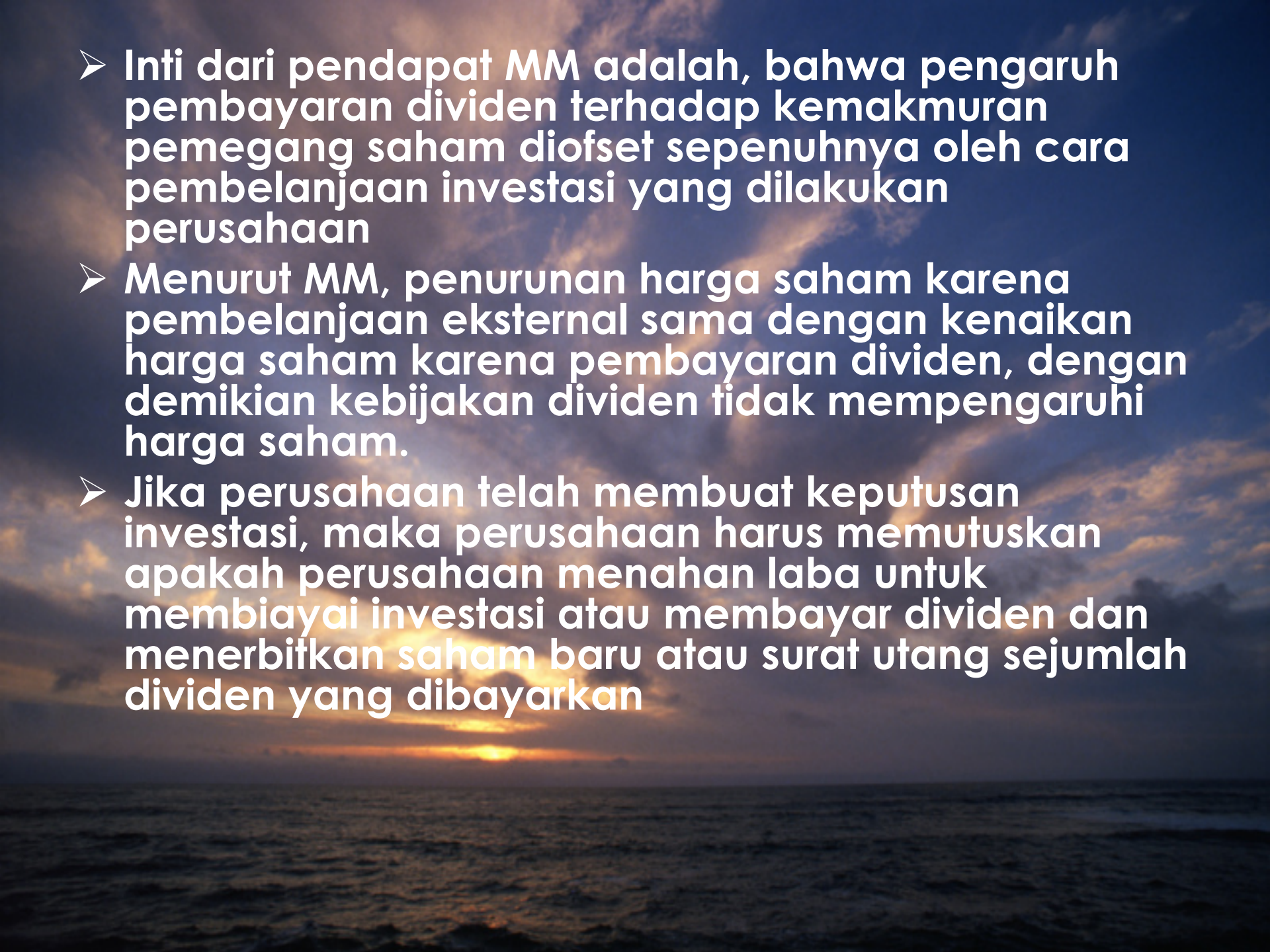


Bab 13: Kebijakan Dividen

- Kebijakan dividen berhubungan dengan penentuan *dividend payout ratio*, yaitu besarnya persentase laba bersih setelah pajak yang dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen.
- Kebijakan dividen merupakan bagian dari keputusan pembelanjaan, khususnya pembelanjaan intern perusahaan.
- Permasalahan dalam kebijakan dividen adalah, apakah kebijakan dividen dapat mempengaruhi nilai perusahaan atau harga pasar saham ?

Teori Kebijakan Dividen

- *Dividend irrelevance theory (Modigliani & Miller)*
Menurut teori ini kebijakan dividen tidak mempengaruhi nilai perusahaan atau harga pasar saham perusahaan.
- Asumsi yang dikemukakan MM adalah:
 - ✓ Tidak ada pajak
 - ✓ Tidak ada biaya emisi dan transaksi saham
 - ✓ *Leverage* tidak berpengaruh terhadap biaya modal
 - ✓ Investor dan manajer memiliki informasi yang sama tentang prospek perusahaan
 - ✓ Pendistribusian pendapatan antara dividen dan laba ditahan tidak berpengaruh terhadap biaya modal sendiri
 - ✓ Kebijakan penganggaran modal independent dengan kebijakan dividen

- 
- Inti dari pendapat MM adalah, bahwa pengaruh pembayaran dividen terhadap kemakmuran pemegang saham dioffset sepenuhnya oleh cara pembelanjaan investasi yang dilakukan perusahaan
 - Menurut MM, penurunan harga saham karena pembelanjaan eksternal sama dengan kenaikan harga saham karena pembayaran dividen, dengan demikian kebijakan dividen tidak mempengaruhi harga saham.
 - Jika perusahaan telah membuat keputusan investasi, maka perusahaan harus memutuskan apakah perusahaan menahan laba untuk membiayai investasi atau membayar dividen dan menerbitkan saham baru atau surat utang sejumlah dividen yang dibayarkan

- Secara matematik MM, membuktikan sebagai berikut:

Harga saham sama dengan nilai sekarang dari arus kas yang diterima sebagai pendapatan saham pada waktu yang akan datang, dan dirumuskan sbb.

$$P_0 = \frac{1}{1+k} (D_1 + P_1) \dots\dots\dots 1)$$

P_0 = Harga pasar per lembar saham pada $t=0$

k = Tingkat kapitalisasi perusahaan pada suatu kelas risiko

D_1 = Dividen per lembar saham pada $t = 1$

P_1 = Harga pasar per lembar saham pada $t=1$

Anggap N adalah jumlah saham pada waktu $t=0$ dan M adalah jumlah saham baru yang dijual pada $t=1$ dengan harga P_1 , nilai saham yang beredar menjadi:

$$N.P_0 = \frac{1}{1+k} \{N.D_1 + (N+M)P_1 - MP_1\} \dots 2)$$

Jumlah saham baru yang diterbitkan untuk membiayai investasi:

$$M.P_1 = I - (X - N.D_1) \dots 3)$$

I = Total investasi pada waktu $t=1$

X = Total laba perusahaan pada waktu $t=1$

Jika persamaan (3) dan (2) disubstitusikan, maka akan diperoleh persamaan:

$$N.P_0 = \frac{1}{1+k} \{ (N+M)P_1 - I + X \} \dots\dots\dots 4$$

Pada persamaan (4) terbukti bahwa dividen tidak mempengaruhi harga saham.

Salah satu kebijakan dividen yang mempunyai implikasi pada *dividend irrelevance*, adalah *dividend payout as a residual decision*, yang menyatakan bahwa, jika perusahaan memperoleh laba, maka laba diprioritaskan untuk membelanjai investasi terlebih dahulu, kalau ada sisanya baru kemudian dibayarkan sebagai dividen

Bird in-the-Hand Theory (Myron Gordon dan John Linter)

- *Bird in-the –hand theory*, menyatakan bahwa dividen berpengaruh positif terhadap harga pasar saham perusahaan.
- Dividen dapat mengurangi ketidakpastian yang dihadapi oleh investor.
- Investor memberikan nilai lebih tinggi atas *dividend yield* dibandingkan dengan *capital gain* yang diharapkan dari pertumbuhan perusahaan jika laba dipakai untuk membelanjai investasi.

Tax Preference Theory

- *Tax preference theory*, menyatakan bahwa dividen mempunyai pengaruh negatif terhadap harga pasar saham perusahaan.
- Pengaruh negatif terjadi karena ada perbedaan tarif pajak atas dividen dibandingkan dengan *capital gain*, yaitu tarif pajak atas dividen lebih besar daripada tarif pajak atas *capital gain*.
- Investor lebih menyukai *capital gain* daripada dividen.

Cara Menghindari Pajak Atas Dividen

- Menurut Miller dan Scholes, investor dapat menghindari pajak atas dividen, dengan jalan melakukan suatu pinjaman yang cukup untuk menimbulkan Rp 1 beban bunga untuk setiap Rp 1 dividen.
- Contoh, seorang investor mempunyai investasi Rp 20.000 pada saham perusahaan “DC” dalam bentuk saham dengan menghasilkan dividen sebesar 8% atau Rp 1.600. Di samping itu setiap tahun harga saham diharapkan tumbuh sebesar 6%. Sekarang investor meminjam Rp 40.000 dengan bunga 12% dan menginvestasikan pada saham perusahaan “DC”

Berdasarkan informasi tersebut, maka dapat dihitung :

Dividen yang diterima ($\text{Rp } 60.000 \times 0,08$) = Rp 4.800

Dikurangi bunga ($\text{Rp } 40.000 \times 0,12$) = 4.800

-Pendapatan bersih -----
Rp 0

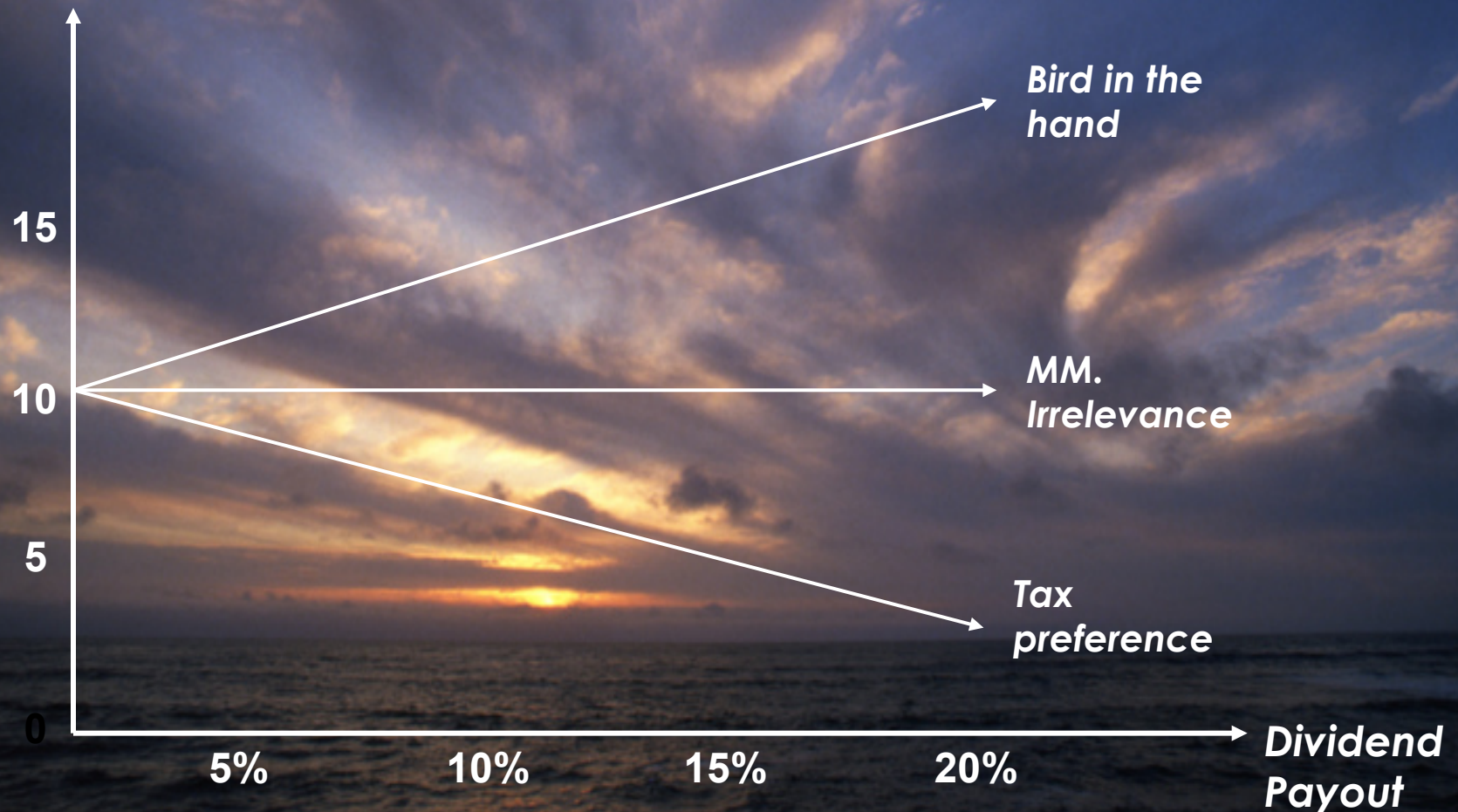
Kenaikan harga saham yang diharapkan :

Capital gain = ($\text{Rp } 60.000 \times 0,06$) = Rp 3.800

Berdasarkan contoh perhitungan tersebut, investor dapat menghindari pembayaran pajak atas dividen yang tarifnya lebih tinggi dan hanya membayar pajak atas *capital gain* yang tarifnya lebih rendah.

Grafik: Pengaruh kebijakan dividen terhadap harga saham berdasarkan tiga teori tersebut tampak sebagai berikut:

Harga saham



Faktor-faktor yang perlu dipertimbangkan pihak manajemen dalam menentukan *dividend payout*:

- Dana yang dibutuhkan perusahaan di masa yang akan datang
- Likuiditas
- Kemampuan perusahaan untuk meminjam
- Nilai informasi dividen
- Pengendalian perusahaan
- Sifat pemegang saham
- Pembatasan yang diatur dalam perjanjian pinjaman dengan pihak kreditur
- Inflasi

Investor Dan Kebijakan Dividen

- Bagaimana reaksi investor terhadap perubahan kebijakan dividen, tergantung pada beberapa pandangan :
 - ✓ *Information content or signaling*, investor menganggap perubahan dividen sebagai *signal* dari manajemen tentang ramalan pendapatan perusahaan.
 - ✓ *Clientele effect*, kecenderungan perusahaan untuk menarik investor tertentu yang menyukai kebijakan dividen perusahaan.
 - ✓ *Free cash flow hypothesis*, perusahaan membagikan dividen dari *free cash flows* yang tidak diinvestasikan pada proyek dengan *NPV* positif.

Aspek Lain Kebijakan Dividen

- Stabilitas dividen

a. Perusahaan ALFA menerapkan kebijakan tidak stabil



b. Perusahaan BETA menerapkan kebijakan dividen stabil



- *Target dividend payout ratio*

- *Target dividend payout ratio*

Perusahaan yang menerapkan kebijakan target dividend payout ratio, menetapkan *DPR* tertentu dalam jangka waktu yang panjang, perusahaan hanya akan meningkatkan *DPR* jika pendapatan perusahaan meningkat dan perusahaan merasa mampu untuk mempertahankan kenaikan pendapatan tersebut dalam jangka panjang

- *Regular and extra dividend*

Perusahaan membayarkan dividen dalam jumlah yang tetap secara teratur dan apabila pendapatan perusahaan meningkat cukup besar, perusahaan membagikan *extra dividend* di samping *regular dividend*

Prosedur Pembayaran Dividen

- ❖ *Declaration date*, tanggal pengumuman pembayaran dividen
- ❖ *Holder of record date*, perusahaan menutup buku pemindahan saham dan menyusun daftar pemegang saham pada tanggal tersebut
- ❖ *Ex-dividend date*, tanggal pemisahan pemegang saham yang tidak berhak menerima dividen
- ❖ *Payment date*, tanggal pembayaran dividen

Stock dividend (dividen saham)

- *Stock dividend* adalah pembayaran dividen dalam bentuk saham kepada pemegang saham.
- Pembagian dividen saham ditinjau dari sudut pandang perusahaan tidak lebih dari rekapitalisasi perusahaan. Artinya pembagian dividen saham tidak merubah jumlah modal perusahaan, tetapi hanya merubah struktur modal saja.

Contoh pembagian dividen saham:

Perusahaan CITRA, sebelum membayarkan dividen saham memiliki struktur modal sebagai berikut:

- Saham biasa (40.000 lbr,@ Rp1.000) = Rp	40.000.000
- Agio	10.000.000
- Laba ditahan	50.000.000

Modal sendiri	Rp 100.000.000
---------------	----------------

=====

Perusahaan CITRA, membayar dividen saham sebesar 5% dari jumlah saham yang beredar atau sebanyak 2.000 lembar saham. Harga pasar saham pada saat itu Rp 2.500 per saham.

Setelah pembagian dividen saham, maka struktur modal perusahaan akan menjadi:

- Saham biasa (42.000 lbr @ Rp 1.000) = Rp 42.000.000**
- Agio 13.000.000**
- Laba ditahan 45.000.000**

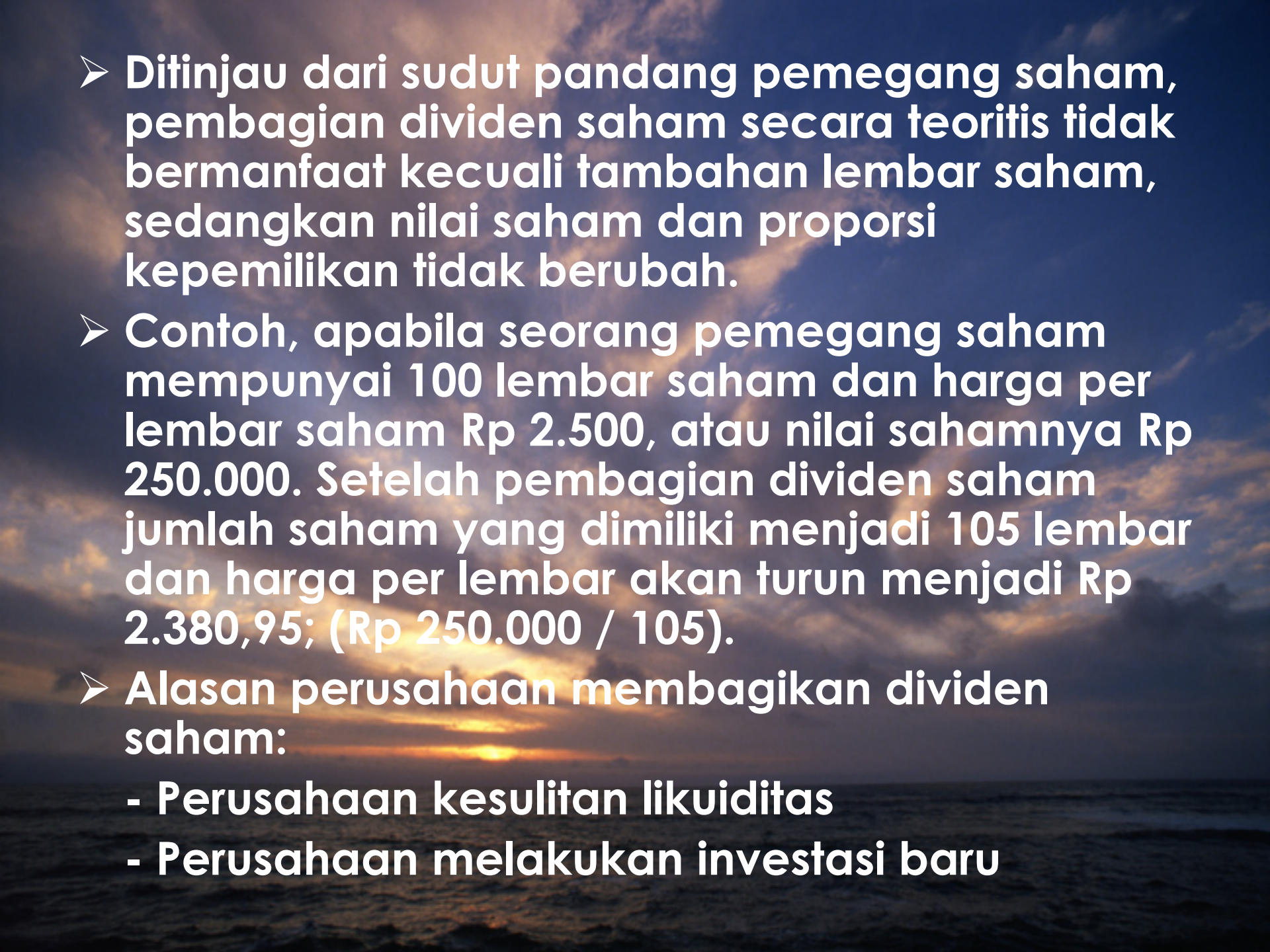
**-
Modal sendiri**

**-----
Rp 100.000.000**

=====

NB:

Nilai dividen saham yang dibagikan sebesar Rp 5.000.000; (2.000 x Rp 2.500), dialokasikan pada saham biasa Rp 2.000.000; (2.000 x Rp 1.000) dan agio saham Rp 3.000.000; {(Rp 2.500 – Rp 1.000)x 2.000}

- 
- Ditinjau dari sudut pandang pemegang saham, pembagian dividen saham secara teoritis tidak bermanfaat kecuali tambahan lembar saham, sedangkan nilai saham dan proporsi kepemilikan tidak berubah.
 - Contoh, apabila seorang pemegang saham mempunyai 100 lembar saham dan harga per lembar saham Rp 2.500, atau nilai sahamnya Rp 250.000. Setelah pembagian dividen saham jumlah saham yang dimiliki menjadi 105 lembar dan harga per lembar akan turun menjadi Rp 2.380,95; ($\text{Rp } 250.000 / 105$).
 - Alasan perusahaan membagikan dividen saham:
 - Perusahaan kesulitan likuiditas
 - Perusahaan melakukan investasi baru

Stock splits (Pemecahan saham)

- ❖ *Stock splits*, merupakan tindakan perusahaan untuk memecah satu saham menjadi dua atau lebih, sehingga menambah jumlah saham yang beredar dan diikuti dengan penurunan nilai nominal dan harga saham secara proporsional.
- ❖ *Stock splits* dilakukan pada saat harga saham sudah terlalu tinggi.
- ❖ Alasan perusahaan melakukan *stock splits* adalah untuk menurunkan harga pasar saham, sehingga meningkatkan likuiditas saham.

Stock splits tidak memengaruhi jumlah modal maupun struktur modal perusahaan, tetapi hanya merubah jumlah saham yang beredar dan nilai nominal saham.

- Contoh, sebelum stock splits perusahaan CITRA, memiliki struktur modal sebagai berikut:
 - Saham biasa (40.000 lbr @ Rp 1.000)Rp 40.000.000
 - Agio 10.000.000
 - Laba ditahan 50.000.000

Modal sendiri	Rp 100.000.000
	=====

Perusahaan melakukan *stock split*, yaitu satu saham dipecah menjadi dua saham.

- Setelah stock splits, struktur modal perusahaan menjadi:

- Saham biasa (80.000 @ Rp 500)	=Rp	40.000.000
- Agio		10.000.000
- Laba ditahan		50.000.000

Modal sendiri	Rp	100.000.000
		=====

- *Reverse split*

Reverse split, merupakan tindakan perusahaan untuk menggabungkan dua atau lebih saham menjadi satu saham. *Reverse split* dilakukan pada saat harga saham rendah dengan tujuan untuk meningkatkan harga saham perusahaan.

Repurchase of stock (Pembelian kembali saham)

- Pembelian kembali saham dilakukan jika perusahaan mempunyai kelebihan kas, sementara tidak ada peluang investasi yang menguntungkan.
- Perusahaan dapat menggunakan kelebihan kas untuk membeli kembali saham yang beredar atau dibagikan sebagai dividen.
- Pembelian kembali saham yang beredar diharapkan dapat meningkatkan harga pasar saham.
- Jika tidak ada perbedaan tarif pajak antara dividen dan *capital gain*, penggunaan kelebihan kas untuk pembelian kembali saham yang beredar atau dibagikan sebagai dividen, bagi investor tidak ada bedanya.

Secara teoritis *capital gain* yang diperoleh dari pembelian kembali saham yang beredar sama dengan dividen yang dibayarkan jika tidak ada pembelian kembali saham.

- Contoh, perusahaan “MEW”, sedang mempertimbangkan untuk mendistribusikan kas sebesar Rp 1.500.000 dalam bentuk dividen atau untuk membeli kembali saham yang beredar. Perusahaan memiliki informasi sebelum pendistribusian sebagai berikut:

- Laba bersih (EAT)	Rp 2.000.000
- Jumlah saham yang beredar lembar	50.000
- EPS	Rp 40
- Harga pasar saham	Rp 600
- P/E ratio	15 kali

- Jika dibayarkan sebagai dividen, maka dividen yang diharapkan adalah $\text{Rp } 1.500.000 / 50.000 = \text{Rp } 30$
- Jika dipakai untuk membeli kembali saham yang beredar, maka jumlah saham yang bisa dibeli adalah: $(\text{Rp } 1.500.000 / \text{Rp } 630) = 2.381$ lembar, sehingga EPS setelah pembelian kembali saham menjadi:

$$\text{EPS} = \frac{\text{Rp } 2.000.000}{50.000 - 2.381} = \text{Rp } 42$$

- Apabila *P/E ratio* sebesar 15, maka harga pasar saham adalah $(15 \times \text{Rp } 42) = \text{Rp } 630$.
- Besarnya *capital gain* adalah $(\text{Rp } 630 - \text{Rp } 600) = \text{Rp } 30$
 Harga saham sebelum pembelian kembali saham adalah $(15 \times \text{Rp } 40) = \text{Rp } 600$.

Dalam pembelian kembali saham, harga minimum (*equilibrium*) yang harus ditawarkan perusahaan kepada pemegang saham adalah :

$$\bullet P^* = P_x + \frac{D}{S}$$

- P_x = Harga pasar saham sebelum distribusi
 - D = Jumlah dana yang didistribusikan
 - S = Jumlah saham yang beredar sebelum distribusi
- Berdasarkan contoh tersebut, maka harga *equilibrium*:

$$P^* = \text{Rp } 600 + \frac{\text{Rp } 1.500.000}{50.000} = \text{Rp } 630$$