

BAB 11

KEBIJAKAN DIVIDEN

KEBIJAKAN DIVIDEN

Kebijakan dividen berhubungan dengan penentuan besarnya *dividend payout ratio*, yaitu besarnya prosentase laba bersih setelah pajak yang dibagikan sebagai dividen kepada pemegang saham. Keputusan dividen merupakan bagian dari keputusan pembelanjaan perusahaan, khususnya berkaitan dengan pembelanjaan intern perusahaan. Hal ini karena, besar kecilnya dividen yang dibagikan akan mempengaruhi besar kecilnya laba yang ditahan. Laba ditahan merupakan salah satu sumber pembelanjaan intern perusahaan.

Permasalahan dalam kebijakan dividen adalah apakah kebijakan dividen dapat mempengaruhi nilai perusahaan atau harga pasar saham perusahaan? Jika kebijakan dividen dapat mempengaruhi nilai perusahaan atau harga pasar saham perusahaan, bagaimana kebijakan dividen yang optimal? Untuk menjelaskan atau menjawab permasalahan tersebut, berikut ini dijelaskan beberapa teori tentang kebijakan dividen.

Teori Kebijakan Dividen

Terdapat tiga teori tentang kebijakan dividen, yang menjelaskan bagaimana pengaruh besar kecilnya *dividend payout ratio* (DPR) terhadap harga pasar saham. Adapun ketiga teori tersebut adalah :

a. Dividend Irrelevance Theory

Teori ini dikemukakan oleh Merton Miller dan Franco Modigliani (MM). Menurut *dividend irrelevance theory*, kebijakan dividen tidak mempengaruhi harga pasar saham perusahaan atau nilai perusahaan. Modigliani dan Miller berpendapat bahwa, nilai perusahaan hanya ditentukan oleh kemampuan perusahaan untuk menghasilkan pendapatan (*earning power*) dan risiko bisnis, sedangkan bagaimana cara membagi arus pendapatan menjadi dividen dan laba ditahan tidak mempengaruhi nilai perusahaan.

Asumsi yang dikemukakan oleh Modigliani dan Miller adalah :

- Tidak ada pajak atas pendapatan perusahaan dan pendapatan pribadi.
- Tidak ada biaya emisi atau biaya transaksi saham.
- Leverage keuangan tidak mempunyai pengaruh 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 independen dengan kebijakan dividen.

Inti dari pendapat MM adalah, bahwa pengaruh pembayaran dividen terhadap kemakmuran pemegang saham dioffset sepenuhnya oleh cara-cara pembelanjaan investasi yang dilakukan perusahaan. Misalkan perusahaan telah membuat keputusan investasi, maka perusahaan harus memutuskan apakah menahan laba untuk membelanjai investasi atau membayar dividen dan menjual saham baru sejumlah dividen yang dibayarkan.

MM, mengemukakan nilai per lembar saham yang didiskonto setelah keputusan pembelanjaan dan dividen sama dengan nilai pasar saham sebelum pembayaran dividen. Dengan kata lain, penurunan harga pasar saham karena pembelanjaan eksternal sama dengan kenaikan harga saham karena pembayaran dividen. Jadi pemegang saham dikatakan *indifferent* antara dividen dan laba ditahan.

Secara matematik MM, membuktikan sebagai berikut :

$$P_0 = \frac{1}{1 + \rho} (D_1 + P_1) \quad (1)$$

Keterangan :

P_0 = Harga pasar per lembar saham pada waktu 0

ρ = Tingkat kapitalisasi perusahaan pada suatu kelas risiko.

D_1 = Dividen per saham pada waktu 1.

P_1 = Harga pasar per saham pada waktu 1.

Anggap N adalah jumlah saham pada waktu 0, dan M adalah jumlah saham baru yang dijual pada waktu 1 dengan harga P_1 .

$$N P_0 = \frac{1}{(1 + \rho)} \{ N D_1 + (N + M) P_1 - M P_1 \} \quad (2)$$

Jumlah saham baru yang diterbitkan untuk membelanjai investasi :

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

Keterangan :

I = Total investasi baru pada periode 1.

X = Total laba perusahaan pada periode tersebut.

Dengan mensubstitusi persamaan (3) dan (2), maka diperoleh persamaan:

$$N P_0 = \frac{1}{(1 + \rho)} \{ (N + M) P_1 - I + X \} \quad (4)$$

Pada persamaan (4) terbukti bahwa dividen tidak lagi mempengaruhi harga saham, atau dengan kata lain nilai saham independen dengan keputusan dividen.

Dividend Payout as a Residual Decision

Salah satu kebijakan dividen yang mempunyai implikasi dividen *irrelevant* adalah *dividend payout as a residual decision*.

Selama perusahaan mempunyai proyek investasi yang menghasilkan *return* lebih tinggi dari *required return*, perusahaan akan mempergunakan laba untuk membelanjai investasi tersebut. Jika perusahaan mempunyai sisa laba setelah semua proyek investasi yang dapat diterima dibelanjai, baru kemudian dibagikan sebagai dividen kas kepada pemegang saham.

Bila kebijakan dividen diperlakukan sebagai bagian dari keputusan pembelanjaan, berarti pembayaran dividen kas bersifat pasif. Artinya, besar kecilnya *dividend payout* akan berfluktuasi dari waktu ke waktu sesuai dengan fluktuasi jumlah peluang investasi yang tersedia bagi perusahaan. Perlakuan kebijakan dividen sebagai suatu keputusan sisa yang bersifat pasif mempunyai implikasi bahwa dividen adalah *irrelevant*, yaitu investor *indifferent* antara dividen dan laba ditahan.

b. *Bird in-the-Hand Theory*

Teori ini dikemukakan oleh Myron Gordon dan John Lintner, Menurut *bird in the hand theory*, kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap harga pasar saham. Artinya, jika dividen yang dibagikan perusahaan semakin besar, maka harga pasar saham perusahaan tersebut akan semakin tinggi dan sebaliknya. Hal ini terjadi karena, pembagian dividen dapat mengurangi ketidakpastian yang dihadapi investor.

Investor memberikan nilai lebih tinggi atas *dividend yield* dibandingkan dengan *capital gain* yang diharapkan dari pertumbuhan harga saham apabila perusahaan menahan laba untuk dipakai membelanjai investasi,

karena komponen dividend yield (D_1/P_0) risikonya lebih kecil dibandingkan dengan komponen pertumbuhan (g) pada persamaan pendapatan yang diharapkan $\{ k_e \text{ atau } E(R) = D_1 / P_0 + g \}$.

c. *Tax Preference Theory*

Menurut *tax preference theory*, kebijakan dividen mempunyai pengaruh negatif terhadap harga pasar saham perusahaan. Artinya, semakin besar jumlah dividen yang dibagikan suatu perusahaan semakin rendah harga pasar saham perusahaan yang bersangkutan. Hal ini terjadi jika ada perbedaan antara tarif pajak personal atas pendapatan dividen dan *capital gain*. Apabila tarif pajak dividen lebih tinggi daripada pajak *capital gain*, maka investor akan lebih senang jika laba yang diperoleh perusahaan tetap ditahan di perusahaan, untuk membiayai investasi yang dilakukan perusahaan. Dengan demikian di masa yang akan datang diharapkan terjadi peningkatan *capital gain* yang tarif pajaknya lebih rendah. Apabila banyak investor yang memiliki pandangan demikian, maka investor cenderung memilih saham-saham dengan dividen kecil dengan tujuan untuk menghindari pajak.

Investor dapat menghindari pajak dividen dengan cara sebagaimana yang dikemukakan oleh Miller dan Scholes. Investor dapat menghindari pajak dividen dengan jalan melakukan suatu pinjaman yang cukup untuk menimbulkan Rp 1 beban bunga untuk setiap Rp 1 pendapatan dividen.

Contoh, seorang investor mempunyai investasi sebesar Rp 20,000 diprusahaan "DC", dalam bentuk saham, dengan menghasilkan dividen sebesar 8% atau Rp 1,600. Disamping itu setiap tahun harga saham diharapkan tumbuh sebesar 6%. Sekarang investor meminjam Rp 40,000 dengan bunga 12% dan menginvestasikan dalam saham perusahaan "DC".

Berdasarkan informasi tersebut, maka dapat dihitung :

- Dividen yang diterima (Rp 60,000 x 0.08)	= Rp 4,800
- Dikurangi bunga (Rp 40,000 x 0.12)	= 4,800

Pendapatan bersih	= Rp 0

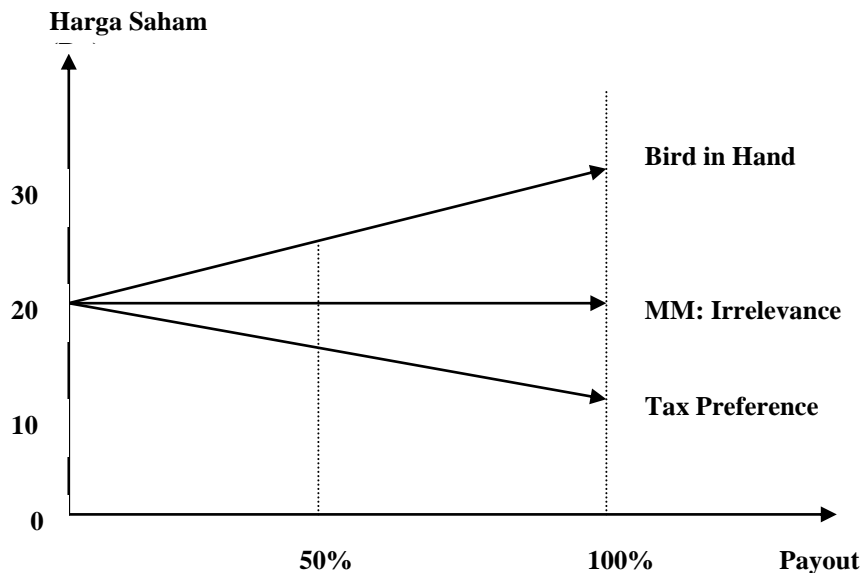
Kenaikan harga yang diharapkan :

- Capital gain (Rp 60,000 x 0.06)	= Rp 3,600.
-------------------------------------	-------------

Berdasarkan contoh tersebut, maka investor terhindar dari pembayaran pajak atas dividen dengan tarif pajak yang lebih tinggi dibandingkan

capital gain. Namun demikian karena investor melakukan pinjaman, maka risiko yang dihadapi investor meningkat.

Secara grafik pengaruh kebijakan dividen terhadap harga saham tampak sebagai berikut :



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

- Dana yang dibutuhkan perusahaan.
- Likuiditas.
- Kemampuan perusahaan untuk meminjam.
- Nilai informasi dividen.
- Pengendalian perusahaan.
- Sifat pemegang saham.
- Pembatasan yang diatur dalam perjanjian pinjaman dengan pihak kreditor.
- Inflasi.

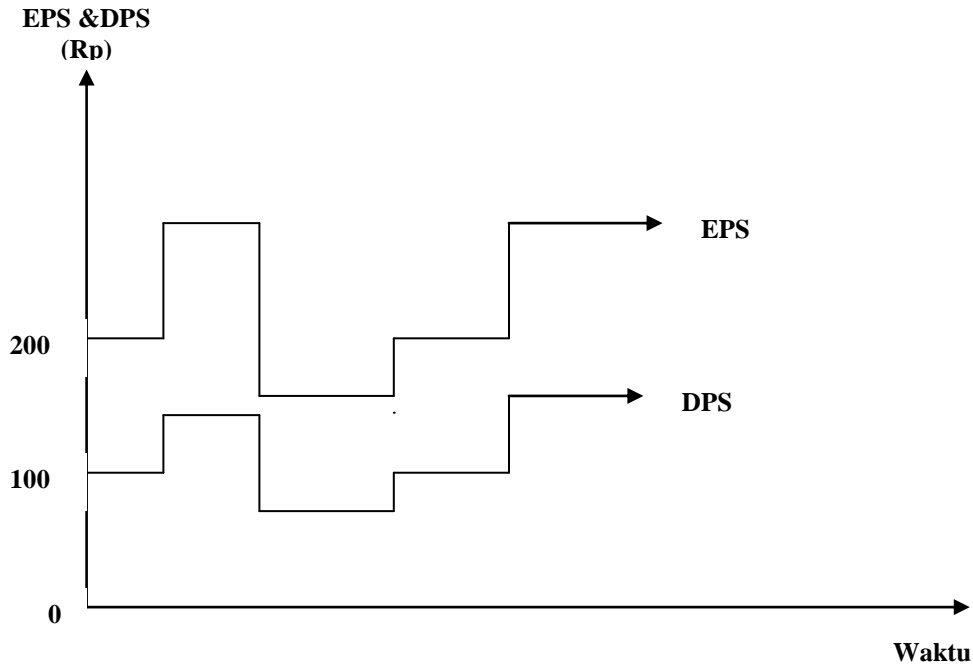
Aspek Lain Dari Kebijakan Dividen

Stabilitas Dividen

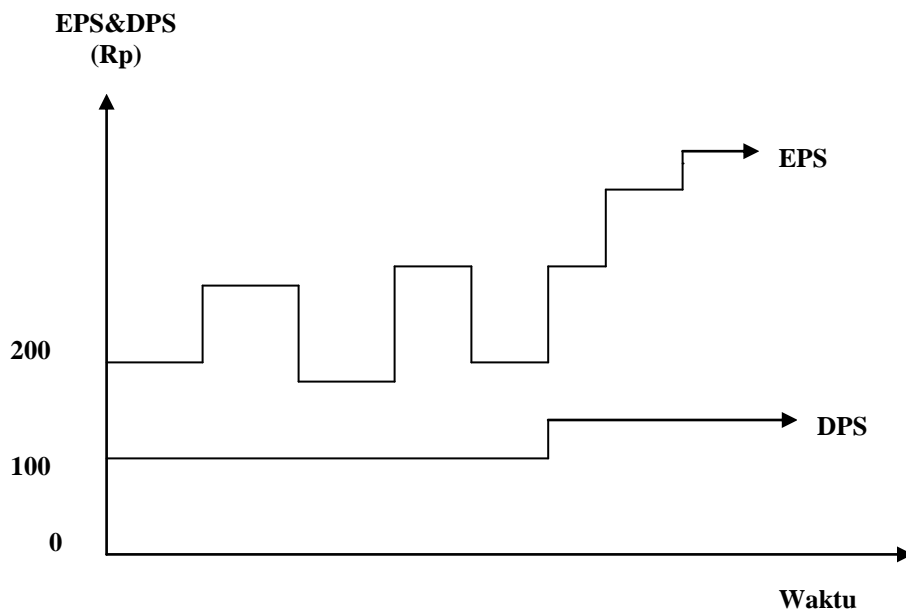
Perusahaan yang membayar dividen stabil dari waktu ke waktu kemungkinan dinilai lebih baik daripada perusahaan yang membayar dividen berfluktuasi. Hal ini karena, perusahaan yang membayar dividen stabil mencerminkan kondisi keuangan perusahaan tersebut juga stabil dan sebaliknya,

perusahaan dengan dividen tidak stabil mencerminkan kondisi keuangan perusahaan yang kurang baik.

a. Perusahaan ALFA, membayar dividen berfluktuasi :



b. Perusahaan BETA, membayar dividen stabil :



Kebijakan dividen tidak stabil dilakukan melalui penetapan *dividend payout ratio* yang tetap, misalnya 50%. Jika EPS sebesar Rp 200, maka dividennya sebesar Rp 100, dan apabila EPS naik menjadi Rp 300, maka dividennya sebesar Rp 150. Sementara kebijakan dividen stabil dilakukan melalui

penetapan dividen absolut yang tetap, misalnya Rp 100, meskipun besarnya EPS berfluktuasi dari waktu ke waktu, besarnya dividen tidak berubah. Perubahan besarnya dividen baru dilakukan jika terjadi kenaikan atau penurunan EPS yang cukup berarti dan diperkirakan akan berlangsung lama. Dengan demikian penerapan kebijakan dividen yang stabil akan mengakibatkan *dividend payout ratio* yang berfluktuasi.

Target Payout Ratio

Sejumlah perusahaan mengikuti kebijakan *target dividend payout ratio* jangka panjang. Hal ini akan mengakibatkan besarnya jumlah dividen yang dibayarkan berfluktuasi atau dividennya tidak stabil. Perusahaan hanya akan meningkatkan *dividend payout ratio*, jika pendapatan perusahaan meningkat dan perusahaan merasa mampu untuk mempertahankan kenaikan pendapatan tersebut dalam jangka panjang.

Regular and Extra Dividends

Salah satu cara perusahaan meningkatkan dividen kas adalah dengan memberikan *extra dividend* di samping *regular dividend*. Hal ini biasanya dilakukan jika pendapatan perusahaan meningkat cukup besar tetapi sifatnya sementara. Apabila tidak terjadi peningkatan pendapatan perusahaan, maka dividen yang dibagikan hanya *regular dividend*.

Stock Dividend (Dividen Saham)

Dividen saham adalah pembayaran dividen berupa saham kepada pemegang saham. Ditinjau dari sudut pandang perusahaan, dividen saham tidak lebih dari rekapitalisasi perusahaan. Artinya pembagian dividen saham tidak akan merubah jumlah modal perusahaan, tetapi hanya terjadi perubahan pada struktur modal saja.

Contoh:

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

- Saham biasa (40.000 lembar @ Rp 1.000)	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% atau sejumlah 2.000 lembar saham, dengan demikian setiap 20 lembar saham, pemegang

saham akan menerima 1 lembar dividen saham. Harga pasar saham pada saat itu Rp 2.500 per saham.

Setelah pembagian dividen saham, maka struktur permodalan perusahaan akan berubah menjadi sebagai berikut:

- Saham biasa (42.000 lembar @ Rp 1.000)	Rp 42.000.000
- Agio	13.000.000
- Laba ditahan	45.000.000

Modal sendiri	Rp 100.000.000
	=====

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

Dari sudut pandang pemegang saham, secara teoritis pembagian dividen saham tidak memberikan manfaat kecuali tambahan jumlah saham. Proporsi kepemilikan saham tidak berubah, karena jumlah dividen saham yang diterima pemegang saham proporsional dengan jumlah saham yang telah dimiliki pemegang saham, bahkan harga pasar saham akan turun jika faktor-faktor yang lainnya tetap.

Contoh:

Apabila seorang pemegang saham mempunyai 100 lembar saham dengan harga Rp 2.500, atau nilai total saham Rp 250.000. Setelah pembagian dividen saham, jumlah saham yang dimiliki menjadi 105 lembar saham dan harga saham akan turun menjadi Rp 250.000 / 105 = Rp 2.380,95. Dengan demikian pembagian dividen saham tidak menambah nilai bagi pemegang saham, karena nilai sahamnya tetap Rp 250.000 ; (105 x Rp 2.380,95).

Perusahaan membagikan dividen saham dapat disebabkan oleh salah satu dari alasan berikut, yaitu :

- Perusahaan kesulitan likuiditas sehingga perusahaan tidak mampu membayar dividen tunai. Jika hal ini terjadi, maka pembagian dividen saham mengandung informasi yang kurang baik tentang kondisi keuangan perusahaan jangka pendek.
- Perusahaan melakukan investasi baru, dan kas yang ada dipakai untuk membelanjai investasi tersebut. Jika hal ini terjadi, maka pembagian dividen saham mengandung informasi yang baik, karena dengan melakukan investasi baru nilai perusahaan diharapkan akan meningkat

dan harga saham juga diharapkan naik, sehingga pemegang saham dapat memperoleh *capital gain* di kemudian hari.

Stock Splits (Pemecahan Saham)

Pemecahan saham merupakan tindakan perusahaan untuk menambah jumlah saham yang beredar dengan jalan memecah satu saham menjadi dua saham atau lebih yang diikuti dengan penurunan nilai nominal secara proporsional. Tindakan pemecahan saham biasanya dilakukan perusahaan apabila harga pasar saham perusahaan sudah terlalu tinggi. Harga pasar saham perusahaan yang terlalu tinggi akan mengakibatkan likuiditas saham akan semakin berkurang, karena hanya sedikit jumlah investor yang mampu membeli saham perusahaan. Di samping itu harga pasar saham yang terlalu tinggi juga dapat menimbulkan terjadinya perpindahan terhadap pengendalian perusahaan kepada investor yang bermodal kuat.

Pemecahan saham tidak mempengaruhi jumlah modal maupun struktur modal, tetapi hanya merubah jumlah saham yang beredar dan nilai nominal saham.

Contoh:

Sebelum pemecahan saham Perusahaan CITRA, memiliki struktur modal sebagai berikut :

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

Modal sendiri	Rp 100.000.000
	=====

Perusahaan kemudian melakukan pemecahan saham, yaitu satu saham dipecah menjadi dua saham, sehingga setelah pemecahan saham struktur modal perusahaan menjadi :

- Saham biasa (80.000 lembar @ 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 kebalikan dari pemecahan saham, yaitu tindakan perusahaan untuk menggabungkan dua atau lebih lembar saham menjadi satu. Tindakan ini dilakukan untuk meningkatkan harga pasar saham, apabila dipertimbangkan harga pasar saham sudah terlampaui rendah. Harga pasar saham yang terlalu rendah mengesankan kondisi perusahaan yang kurang baik.

Repurchase of Stock (Pembelian Saham Kembali)

Pembelian kembali saham merupakan bagian dari keputusan dividen. Keputusan ini diambil apabila perusahaan mempunyai kelebihan kas sementara itu tidak ada peluang investasi yang menguntungkan. Oleh karena itu perusahaan dapat mempergunakan dana yang tersedia untuk dibagikan sebagai dividen atau untuk membeli kembali saham yang beredar.

Apabila tidak ada pajak dan biaya transaksi, kedua alternatif tersebut secara teoritis tidak ada bedanya bagi pemegang saham. Dengan pembelian saham, maka jumlah saham yang beredar akan berkurang sehingga akan meningkatkan pendapatan per saham (EPS) dan pada akhirnya akan mendorong terjadinya peningkatan harga pasar saham. Secara teoritis *capital gain* yang diperoleh dari pembelian saham kembali sama dengan dividen yang dibayarkan apabila tidak ada pembelian saham.

Contoh :

Perusahaan MEW, sedang mempertimbangkan untuk mendistribusikan Rp 1.500.000,00 dana dalam bentuk dividen atau membeli saham kembali. Perusahaan mempunyai informasi keuangan sebelum pendistribusian sebagai berikut :

- Laba bersih setelah pajak (EAT)	Rp 2.000.000,00
- Jumlah saham yang beredar	50.000 lembar
- EPS	Rp 40,00
- Harga pasar saham	Rp 630,00
- Dividen yang diharapkan	Rp 30,00
- P/E ratio	15

Karena investor mengharapkan dividen kas sebesar Rp 30,00 per saham (Rp 1.500.000/ 50.000), maka nilai saham Rp 630,00 sebelum dividen dibayarkan terdiri dari Rp 30,00 dividen kas dan Rp 600,00 harga saham yang diharapkan setelah pembagian dividen kas.

Pilihan lain yang dapat dilakukan perusahaan adalah membeli kembali sebagian sahamnya dan melakukan penawaran kepada pemegang saham pada harga Rp 630,00 per saham. Jumlah saham yang dapat dibeli kembali sebanyak 2.381 lembar (Rp 1.500.000,00/ Rp 630,00). Laba per lembar saham setelah pembelian kembali adalah :

$$\text{EPS} = \frac{\text{Rp } 2.000.000,00}{500.000 - 2.381} = \text{Rp } 42,00$$

Jika P/E ratio 15 kali, maka harga pasar saham sama dengan Rp 630,00 per saham (15 x Rp 42,00), sama dengan alternatif jika perusahaan membagikan dividen kas.

Apabila pemegang saham *indifferent* antara dividen dan *capital gain*, berarti nilai saham tidak dipengaruhi oleh cara bagaimana perusahaan mendistribusikan dana kepada pemegang saham. Namun demikian sikap *indifferent* pemegang saham masih bisa dipertanyakan, apabila pemegang saham mempunyai preferensi yang sistematis terhadap dividen atau *capital gain*. Hal ini dapat terjadi, misalnya ada perbedaan tarif pajak antara dividen dan *capital gain*. Dengan demikian nilai perusahaan dapat dipengaruhi oleh cara bagaimana perusahaan mendistribusikan dananya.

Manfaat pembelian saham kembali adalah jumlah saham yang berkurang, sehingga EPS dan dividen per saham meningkat, dengan asumsi *dividend payout ratio* tetap. Apabila P/E ratio tetap, maka harga pasar saham juga diharapkan meningkat.

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

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

Keterangan :

P_x = Harga pasar per saham setelah distribusi.

D = Jumlah dana yang akan didistribusikan.

S = Jumlah saham yang beredar sebelum distribusi.

Berdasarkan contoh tersebut, maka harga *equilibrium* adalah :

$$P^* = \text{Rp } 600,00 + \frac{\text{Rp } 1.500.000,00}{50.000} = \text{Rp } 630,00$$