

## BAB 10

### KEBIJAKAN DIVIDEN

#### A. Pendahuluan

Dividen merupakan salah satu keputusan penting untuk memaksimalkan nilai perusahaan disamping keputusan investasi dan struktur modal (keputusan pemenuhan dana). Manajemen mempunyai 2 alternatif perlakuan terhadap penghasilan bersih sesudah pajak (*Earning After Tax*) perusahaan yaitu :

1. Dibagi kepada para pemegang saham perusahaan dalam bentuk dividen.
2. Diinvestasikan kembali ke perusahaan sebagai laba ditahan (*retained earning*).

Biasanya sebagian EAT (*Earning After Tax*) dibagi dalam bentuk dividen dan sebagian lagi diinvestasikan kembali, olehkarena itu manajemen harus membuat kebijakan (*dividen policy*) tentang besarnya EAT yang dibagikan sebagai dividen.

Apabila perusahaan memutuskan untuk membagi laba yang diperoleh sebagai dividen berarti akan mengurangi jumlah laba ditahan yang akhirnya mengurangi sumber dana intern yang akan mengurangi sumber dana intern yang akan digunakan untuk mengembangkan perusahaan. Apabila perusahaan tidak membagikan labanya sebagai dividen akan bisa memperbesar sumber dana intern dan akan meningkatkan kemampuan perusahaan untuk mengembangkan perusahaan .

Persentase dividen yang dibagi dari EAT disebut *Dividend Payout Ratio* (DPR).

$$\text{DPR} = \frac{\text{Dividen yang dibagi}}{\text{EAT}}$$

Prosentasi laba ditahan dari EAT adalah  $1 - \text{DPR}$

## B. Teori Kebijakan Dividen

Berbagai pendapat atau teori tentang kebijakan dividen antara lain :

### 1. Teori Dividen Tidak Relevan dari Modigliani dan Miller :

Modigliani dan Miller (MM) berpendapat , nilai suatu perusahaan tidak ditentukan oleh besar kecilnya *Dividend Payout Ratio*, tapi ditentukan oleh laba bersih sebelum pajak (EBIT) dan kelas risiko perusahaan. Jadi menurut MM, dividen adalah tidak relevan untuk diperhitungkan karena tidak akan meningkatkan kesejahteraan pemegang saham. Menurut MM kenaikan nilai perusahaan dipengaruhi oleh kemampuan perusahaan untuk mendapatkan keuntungan atau *earning power* dari asset perusahaan.

Pernyataan MM ini didasarkan pada beberapa asumsi penting yang lemah seperti :

- a. Pasar modal sempurna dimana para investor rasional.
- b. Tida ada biaya emisi saham baru jika perusahaan menerbitkan saham baru.
- c. Tidak ada pajak baik perorangan maupun pajak penghasilan perusahaan.
- d. Informasi tentang investasi tersedia untuk setiap individu.

Beberapa ahli menentang pendapatan MM tentang dividen tidak relevan dengan menunjukkan adanya biaya emisi saham baru yang akan mempengaruhi nilai perusahaan. Modal sendiri dapat berasal dari laba ditahan dan menerbitkan saham biasa baru. Jika modal sendiri berasal dari laba ditahan, biaya modal sendiri sebesar  $K_s$  (Biaya modal sendiri dari laba ditahan). Tapi bila berasal dari saham biasa baru, biaya modal sendiri adalah  $K_e$  (biaya modal sendiri dari saham biasa baru).

Jika ada pajak maka penghasilan investor dari dividen dan dari capital gains (kenaikan harga saham) akan dikenai pajak. Seandainya tingkat pajak untuk dividen dan capital gains adalah sama, investor cenderung lebih suka menerima capital gains dari pada dividen karena pajak pada capital gains baru dibayar saat saham dijual dan keuntungan diakui.

## 2. Teori The Bird in The Hand

Gordon dan Lintner menyatakan bahwa biaya modal sendiri perusahaan akan naik jika *Dividend Payout* rendah karena investor lebih suka menerima dividen dari pada capital gains. Menurut mereka, investor memandang dividend yield lebih pasti dari pada capital gains yield. Perlu diingat bahwa dilihat dari sisi investor, biaya modal sendiri dari laba ditahan ( $K_s$ ) adalah tingkat keuntungan yang disyaratkan investor pada saham.  $K_s$  adalah keuntungan dari dividen (*dividend yield*) ditambah keuntungan dari *capital gains* (*capital gains yield*).

### 3. Teori Perbedaan Pajak

Teori ini diajukan oleh Litzenberger dan Ramaswamy. Menyatakan bahwa karena adanya pajak terhadap keuntungan dividen dan capital gains, para investor lebih menyukai capital gains karena dapat menunda pembayaran pajak. Oleh karena itu investor mensyaratkan suatu tingkat keuntungan yang lebih tinggi pada saham yang memberikan dividend yield tinggi, *capital gains yield* rendah dari pada saham dengan dividend yield rendah, *capital gains yield* tinggi. Jika pajak atas dividend lebih besar dari pajak atas *capital gains*, perbedaan ini akan makin terasa.

### 4. Teori Signaling Hypothesis

Terdapat bukti empiris bahwa jika ada kenaikan dividen, sering diikuti dengan kenaikan harga saham. Sebaliknya penurunan dividen pada umumnya menyebabkan harga saham turun. Fenomena ini dapat dianggap sebagai bukti bahwa para investor lebih menyukai dividen dari pada capital gains. Tapi MM berpendapat bahwa suatu kenaikan dividen yang diatas biasanya merupakan suatu sinyal kepada para investor bahwa manajemen perusahaan meramalkan suatu penghasilan yang baik dividen masa mendatang. Sebaliknya, suatu penurunan dividen atau keanikan dividen yang dibawah keanaikan normal (biasanya) diyakini investor sebagai suatu sinyal bahwa perusahaan menghadapi masa sulit dividen waktu mendatang.

Seperti teori dividen yang lain , teori *Signaling Hypotesis* ini juga sulit dibuktikan secara empiris. Adalah nyata bahwa perubahan dividen mengandung beberapa informasi. Tapi sulit dikatakan apakah kenaikan dan penurunan harga setelah adanya kenaikan dan penurunan dividen semata-mata

disebabkan oleh efek sinyal atau disebabkan karena efek sinyal dan preferensi terhadap dividen.

## 5. Teori *Clientele Effect*

Teori ini menyatakan bahwa kelompok (*clientele*) pemegang saham yang berbeda akan memiliki preferensi yang berbeda terhadap kebijakan dividen perusahaan. Kelompok pemegang saham yang membutuhkan penghasilan pada saat ini lebih menyukai suatu Dividend payout Ratio yang tinggi. Sebaliknya kelompok pemegang saham yang tidak begitu membutuhkan uang saat ini lebih senang jika perusahaan menahan sebagian besar laba bersih perusahaan.

Jika ada perbedaan pajak bagi individu (misalnya orang lanjut usia dikenai pajak lebih ringan) maka pemegang saham yang dikenai pajak tinggi lebih menyukai capital gains karena dapat menunda pembayaran pajak. Kelompok ini lebih senang jika perusahaan membagi dividen yang kecil. Sebaliknya kelompok pemegang saham yang dikenai pajak relatif rendah cenderung menyukai dividen yang besar.

Bukti empiris menunjukkan bahwa efek dari *Clientele* ini ada. Tapi menurut MM hal ini tidak menunjukkan bahwa lebih baik dari dividen kecil, demikian sebaliknya. Efek *Clientele* ini hanya mengatakan bahwa bagi sekelompok pemegang saham, kebijakan dividen tertentu lebih menguntungkan mereka.

### C. Kebijakan Deviden dalam Praktik

Pada praktiknya perusahaan cenderung memberikan dividen dengan jumlah yang relatif stabil atau meningkat secara teratur. Kebijakan ini kemungkinan besar disebabkan oleh asumsi bahwa:

1. Investor cenderung lebih menyukai dividen yang yang stabil.

2. Investor melihat keanaikan dividen sebagai suatu tanda baik bahwa perusahaan memiliki prospek baik, demikian sebaliknya. Hal ini membuat perusahaan lebih senang mengambil jalan aman yaitu tidak menurunkan pembayaran dividen.

Menjaga kestabilan dividen tidak berarti menjaga Dividend Payout Ratio tetap stabil karena jumlah nominal dividen juga tergantung pada penghasilan bersih perusahaan (EAT). Jika DPR dijaga kestabilannya, misalnya ditetapkan sebesar 50% dari waktu ke waktu, tetapi EAT berfluktuasi, maka pembayaran dividen juga akan berfluktuasi.

Pada umumnya perusahaan akan menaikkan dividen hingga suatu tingkatan dimana mereka yakin dapat mempertahankannya dividen masa mendatang. Artinya jika terjadi kondisi yang terburuk sekalipun, perusahaan masih dapat mempertahankan pembayaran dividennya.

Pada prakteknya ada perusahaan yang menggunakan model *residual dividend* dimana dividen ditentukan dengan cara :

1. Mempertimbangkan kesempat investasi perusahaan ;
2. Mempertimbangkan target struktur modal perusahaan untuk menentukan besarnya modal sendiri yang dibutuhkan untuk investasi.
3. Memanfaatkan laba ditahan untuk memenuhi kebutuhan akan modal sendiri tersebut semaksimal mungkin
4. Membayar dividen hanya jika ada sisa laba.

Dengan demikian, besarnya dividen bersifat fluktuatif. Model *Residual Dividend* ini berkembang karena perusahaan lebih senang menggunakan laba ditahan dari pada menerbitkan saham baru untuk memenuhi kebutuhan modal sendiri, alasannya :

- 1) Menerbitkan saham menimbulkan biaya emisi saham (*flotation cost*) , dan

- 2) Menurut teori *signaling hypothesis* penerbitan saham baru sering salah artikan oleh investor bahwa perusahaan kesulitan keuangan sehingga menyebabkan penurunan harga saham.

Model *Residual dividend* menyebabkan dividen bervariasi jika kesempatan investasi perusahaan juga bervariasi (fluktuasi). Jika kita percaya pada teori *signaling hypothesis*, maka model ini sebaiknya tidak digunakan secara kaku untuk menetapkan besarnya dividen secara *year to year basis*. Model ini lebih banyak digunakan sebagai penuntun untuk menetapkan sasaran *payout ratio* jangka panjang yang memungkinkan perusahaan memenuhi kebutuhan akan modal sendiri dengan laba ditahan.

#### **D. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen**

Beberapa faktor lain yang mempengaruhi manajemen dalam menentukan kebijakan dividen, antara lain:

1. Kas atau likuiditas perusahaan. Bagi perusahaan yang memiliki laba ditahan yang cukup tetapi manajemen memutuskan untuk menginvestasikan ke dalam aktiva riil maka perusahaan tidak membayar dividen dalam bentuk kas.
2. Kebutuhan pembayaran utang perusahaan. Adanya batasan dalam perjanjian pinjaman kepada kreditur. Misalnya pembayaran dividen hanya dapat dilakukan setelah laba yang tersedia bagi pemegang saham dikurangi dengan angsuran pinjaman atau apabila modal kerja mencapai tingkat tertentu.
3. Tingkat ekspansi yang tinggi memerlukan dana yang besar sehingga laba yang diperoleh lebih baik ditahan.
4. Aksesibilitas perusahaan di pasar modal berpengaruh terhadap kebijakan dividen, yaitu dipengaruhi oleh usia dan skala perusahaan.

5. Pembatasan dari saham Preferen, tidak ada pembayaran dividen untuk saham biasa jika dividen saham preferen belum dibayar.
6. Kebutuhan dana untuk Investasi, perusahaan yang berkembang selalu membutuhkan dana baru untuk diinvestasikan pada proyek – proyek yang menguntungkan. Sumber dana baru yang merupakan modal sendiri (*equity*) dapat berupa penjualan saham baru dan laba ditahan. Manajemen cenderung memanfaatkan laba ditahan karena penjualan saham baru menimbulkan biaya peluncuran saham (*flotation cost*).

## E. Stock Repurchase, Stock Dividend dan Stock Split

### 1. Stock Repurchase

Sebagai alternatif terhadap pemberian dividen berupa uang tunai (*cash dividend*), perusahaan dapat mendistribusikan pendapatan kepada pemegang saham dengan cara membeli kembali saham perusahaan (*repurchasing stock*).

Harga *stock repurchase* pada ekuilibrium dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$P^* = \frac{(S \times P_c)}{(S - n)}$$

dimana:

$P^*$  : harga *stock repurchase equilibrium*

$S$  : jumlah saham beredar sebelum *stock repurchase*

$P_c$  : harga saham saat ini sebelum *stock repurchase*

$N$  : jumlah lembar saham yang akan dibeli kembali oleh perusahaan.

Keuntungan *stock repurchase* bagi pemegang saham :

- a. *Stock repurchase* sering di pandang sebagai tanda positif bagi investor karena pada umumnya *stock repurchase* dilakukan jika perusahaan merasa bahwa saham *undervalued*.
- b. *Stock repurchase* mengurangi jumlah saham yang beredar dipasar. Setelah *stock repurchase* ada kemungkinan harga saham naik.

Kerugian bagi pemegang saham :

- a. Perusahaan membeli kembali saham dengan harga yang terlalu tinggi sehingga merugikan pemegang saham yang tidak menjual kembali sahamnya.
- b. Keuntungan *stock repurchase* dalam bentuk *capital gains*, padahal sebagian investor menyukai *dividen*.

Keuntungan bagi perusahaan :

- a. Menghindari kenaikan *dividen*. Jika *dividen* naik terlalu tinggi dikhawatirkan di masa mendatang perusahaan terpaksa membagi *dividen* yang lebih kecil (pada masa sulit atau banyak kebutuhan dana investasi) yang dapat memberi petanda negatif. *Stoc repurchase* merupakan alternatif yang baik untuk mendistribusikan penhasilan yang diatas normal (*extraordinary earnings*) kepada pemegang saham.
- b. Dapat digunakan sebagai strategi untuk mengacaukan usaha pengambil-alihan perusahaan (yang biasanya dilakukan dengan cara membeli saham sebanyak-banyaknya hingga mencapai jumlah saham mayoritas) *stock repurchase* dapat menggalkan usaha ini.

- c. Mengubah struktur modal perusahaan. Misalnya, perusahaan ingin meningkatkan rasio hutang dengan cara menggunakan hutang baru untuk membeli kembali saham yang beredar.
- d. Saham yang ditarik kembali dapat dijual kembali ke pasar jika perusahaan membutuhkan tambahan dana.

Kerugian bagi perusahaan adalah :

- a. Dapat merusak *image* perusahaan karena sebagian investor merasa bahwa *stock repurchase* merupakan indikator bahwa manajemen perusahaan tidak mempunyai proyek-proyek baru yang baik. Namun demikian, jika perusahaan benar-benar tidak memiliki kesempatan investasi yang baik, ia memang sebaiknya mendistribusikan dana kembali kepada pemegang saham. Tidak banyak bukti empiris yang mendukung alasan ini.
- b. Setelah *stock repurchase*, pasar mungkin merasa bahwa risiko perusahaan meningkat sehingga dapat menurunkan harga saham.

Jika harus memilih antara *stock repurchase* dan pembayaran dividen tunai, pada pasar yang sempurna (dimana tidak ada pajak, biaya komisi untuk jual – beli saham dan efek sinyal dari pemberian dividen, investor akan *indifferent* terhadap ke 2 pilihan. Pada pasar yang tidak sempurna, investor mungkin akan memiliki preferensi terhadap salah satu dari ke 2 alternatif tersebut.

Ada 3 metode yang dapat digunakan untuk membeli kembali saham :

1. Saham dapat dibeli pada pasar terbuka (*open market*)

2. Perusahaan membuat penawaran formal untuk membeli saham perusahaan dalam jumlah tertentu dan harga tertentu (pendekatan *tender offer*)
3. Perusahaan membeli sejumlah sahamnya kembali dari satu atau beberapa pemegang saham besar (pendekatan *negotiated basis*)

## 2. Stock Split dan Stock Dividend

*Stock split* adalah tindakan perusahaan memecah saham yang beredar menjadi bagian yang lebih kecil. *Stock dividend* adalah tindakan perusahaan memberikan saham baru sebagai pembayaran dividen .

Bagi pemegang saham *stock split* tidak membuat mereka bertambah kekayaannya karena kenaikan jumlah saham diimbangi dengan penurunan nilai saham. *Stock dividend* juga tidak menambah kekayaan pemegang saham.

Jika tidak ada keuntungan secara ekonomis mengapa perusahaan melakukan *stock split* dan *stock dividend* :

- a. *Stock split* dilakukan untuk menjaga agar harga saham tetap berada pada *optimal price range*. Harga saham yang tinggi akan menyulitkan investor untuk membeli saham tersebut sehingga dapat menurunkan permintaan.
- b. *Stock dividend* digunakan perusahaan yang ingin menghemat kas atau perusahaan dalam kesulitan keuangan. Masalah yang muncul jika perusahaan tidak membagi dividen tunai investor bisa salah persepsi terhadap emiten. Akibatnya harga saham bisa turun, sehingga untuk menghindari efek negatif ini perusahaan dapat membagi *stock dividen* sebagai pengganti dividen kas.

Perbedaan antara antara *stock splits* dan *stock dividen* adalah:

- a. *Stock split* merupakan pemecahan nilai saham ke dalam nilai nominal yang lebih kecil sehingga jumlah lembar saham yang beredar bertambah.
- b. *Stock dividen* merupakan pemindahbukuan dari rekening laba ditahan ke dalam rekening modal saham.

Persamaan antara antara *stock splits* dan *stock dividen*

- a. Keduanya mengakibatkan jumlah lembar saham yang beredar bertambah
- b. Tidak terdapat pendistribusian kas dalam kedua bentuk tersebut
- c. Tidak terjadi perubahan pada total modal sendiri hanya komposisinya yang berubah.