KEBIJAKAN DEVIDEN

1. Beberapa Teori Kebijakan Dividen :

- Manajemen mempunyai 2 alternatif perlakuan terhadap penghasilan bersih sesudah pajak (EAT) perusahaan yaitu :
  1. Dibagi kepada para pemegang saham perusahaan dalam bentuk dividen
  2. Diinvestasikan kembali ke perusahaan sebagai laba ditahan (retaired earning).

  Pada umumnya sebagian EAT (Earning After Tax) dibagi dalam bentuk dividen dan sebagian lagi diinvestasikan kembali, artinya manajemen harus membuat keputusan tentang besarnya EAT yang dibagikan sebagai dividen. Pembuat keputusan tentang dividen ini disebut kebijakan dividen (dividen policy).

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

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

  Prosentasi laba ditahan dari EAT adalah 1 – DPR

- Ada berbagai pendapat atau teori tentang kebijakan dividen a.l :
  a. Teori " Dividen Tidak Relevan " dari Modigliani dan Miller,
  b. Teori " The Bird in the Hand " ,
  c. Teori Perbedaan Pajak ,
  d. Teori " Signaling Hypothesis " ,
  e. Teori " Clientele Effect ".

a. Teori " Dividen Tidak Relevan " dari Modigliani dan Miller :

- Menurut Modigliani dan Miller (MM) , nilai suatu perusahaan tidak ditentukan oleh besar kecilnya DPR, tapi ditentukan oleh laba bersih sebelum pajak (EBIT) dan kelas risiko perusahaan. Jadi menurut MM, dividen adalah tidak relevan.

- Pernyataan MM ini didasarkan pada beberapa asumsi penting yang " lemah " seperti :
  1. Pasar modal sempurna dimana semua investor adalah rasional.
  2. Tida ada biaya emisi saham baru jika perusahaan menerbitkan saham baru.

3. Tidak ada pajak
4. Kebijakan investasi perusahaan tidak berubah.

   Pada praktiknya :

   a). Pasar modal yang sempurna sulit ditemui ; b). biaya emisi saham baru pasti ada ; c). pajak pasti ada ; d). kebijakan investasi perusahaan tidak mungkin tidak berubah.

- Beberapa ahli menentang pendapatan MM tentang dividen adalah tidak relevan dengan menunjukkan bahwa adanya biaya emisi saham baru 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 Ks (Biaya modal sendiri dari laba ditahan). Tapi bila berasal dari saham biasa baru, biaya modal sendiri adalah Ke (biaya modal sendiri dari saham biasa baru).

$$Ks = \frac{D1}{Po} + g$$

$$Ke = \frac{D1}{Po\,(1 - F)} + g$$

- Beberapa ahli menyoroti asumsi tidak adanya pajak. 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 / dinikmati. Dengan kata lain, investor lebih untung karena dapat menunda pembayaran pajak. Investor lebih suka bila perusahaan menetapkan DPR yang rendah, menginvestasikan kembali keuntungan dan menaikkan nilai perusahaan atau harga saham.

b. Teori " The Bird in the Hand " :

- Gordon dan Lintner menyatakan bahwa biaya modal sendiri perusahaan akan naik jika DPR 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 (KS) adalah tingkat keuntungan yang disyaratkan investor pada saham. KS adalah keuntungan dari dividen (dividend yield) ditambah keuntungan dari capital gains (capital gains yield).

- Modigliani dan Miller menganggap bahwa argumen Gordon dan Lintner ini merupakan suatu kesalahan (MM menggunakan istilah " The Bierd in the hand Fallacy ") . Menurut MM, pada akhirnya investor akan kembali menginvestasikan dividen yang diterima pada perusahaan yang sama atau perusahaan yang memiliki risiko yang hampir sama.

c. Teori Perbedaan Pajak

- Teori ini diajukan oleh Litzenberger dan Ramaswamy. Mereka 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.

- Jika manajemen percaya bahwa teori " Dividen tidak relevan " dari MM adalah benar, maka perusahaan tidak perlu memperdulikan berapa besar dividen yang harus dibagi, Jika mereka menganut teori " The Bird in the Hand ", mereka harus membagi seluruh EAT dalam bentuk dividen. Dan bila manajemen cenderung mempercayai teori perbedaan pajak (Tax Differential Theory), mereka harus menahan seluruh EAT atau DPR = 0 %. Jadi ke 3 teori yang telah dibahas mewakili kutub – kutub ekstrim dari teori tentang kebijakan dividen. Sayangnya test secara empiris belum memberikan jawaban yang pasti tentang teori mana yang paling benar.

d. Teori " Signaling Hypothesis "

- Ada bukti empiris bahwa jika ada kenaikan dividen, sering diikuti dengan kenaikan harga saham. Sebaliknya pernurunan diveden 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 diveden masa mendatang. Sebaliknya, suatu penurunan dividen atau keanikan

dividen yang dibawah keanaikan normal (biasanya) diyakini investor sebagai suatu sinyal bahwa perusahaan menghadapi masa sulit diveden 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.

e. 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 lanut 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. Sebalinya 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 s ebaliknya. Efek " Clientele " ini hanya mengatakan bahwa bagi sekelompok pemegang saham, kebijakan dividen tertentu lebih menguntungkan mereka .

2. Kebijakan Dividen 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 :
  a. Investor melihat keanaikan dividen sebagai suatu tanda baik bahwa perusahaan memiliki prospek cerah, demikian sebaliknya. Hal ini membuat perusahaan lebih senang mengambil jalan aman yaitu tidak menurunkan pembayaran dividen ,
  b. Investor cenderung lebih menyukai dividen yang tidak berfluktuasi (dividen yang stabil).

- 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 diveden masa mendatang. Artinya jika terjadi kondisi yang terburuk sekalipun, perusahaan masih dapat mempertahankan pembayaran dividen – nya.

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

- Model " Residual dividend " men;yebabkan dividen bervariasi jika kesempatan investasi perusahaan juga bervariasi (fluktuasi) , Jika kita percaya pada teori " signaling hypothesis ". maka model ini sebaiknya tidak diguanakn 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.

- Pada praktiknya, ada beberapa faktor lain yang mempengaruhi manajemen dalam menentukan kebijakan dividen , a.l :
  1. **Perjanjian Hutang** , pada umumnya perjanjian hutang antara paerush dengan kreditor membatasi pembayaran dividen. Misalnya, dividen hanya dapat

diberikan jika kewajiban hutang telah dipenuhi perusahaan dan atau rasio – rasio keuangan menunjukkan bank dalam kondisi sehat.

2. **Pembatasan dari saham Preferen** , tidak ada pembayaran dividen untuk saham biasa jika dividen saham preferan belum dibayar.

3. **Tersedianya Kas**, Dividen berupa uang tunai (cash dividend) hanya dapat dibayar jika tersedianya uang tuani yang cukup. Jika likuiditas baik, perusahaan dapat membayar dividen.

4. **Pengendalian** , Jika manajemen ingin mempertahankan kontrol terhadap perusahaan, ia cenderung untuk segan menjual saham baru sehingga lebih suka menahan laba guna memenuhi kebutuhan dana / baru. Akibatkanya dividen yang dibayar menjadi kecil. Faktor ini menjadi penting pada perusahaan yang relatif keci.

5. **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 sham baru dan laba ditahan. Manajemen cenderung memanfaatkan laba ditahan karena penjualan saham baru menimbulkan biaya peluncuran saham (flotation cost) . Oleh karena itu semakin besar kebutuhan dana investasi, semakin kecil dividen payout ratio.

6. **Fluktuasi Laba,** Jika laba perusahaan dapat membagikan dividen yang relatif besar tanpa takut harus menurunkan dividen jika laba tiba – tiba merosot. Sebaliknya jika laba perusahaan berfluktuasi, dividen sebaiknya kecil agar kestabilannya terjaga. Selain itu, perusahaan dengan laba yang berfluktuasi sebaiknya tidak banyak menggunakan hutang guna mengurangi risiko kebangkrutan. Konsekuensinya laba ditahan menjadi besar dan dividen mengecil.

3. Stock Repurchase, Stock Dividend dan Stock Split

a. Stock Repuchase

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

- Harga stock repurchase pada ekilibrium dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

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

dimana:

P* : harga stock repurchase equilibrium

S : jumlah saham beredar sebelum stock repurchase

Pc : harga saham saat ini sebelum stock repurchase

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

- **Keuntungan stock repuchase bagi pemegang saham :**
  1) Stock repuchase sering di pandang sebagai tanda positif bagi investor karena pada umumnya stock repuchase dilakukan jika perusahaan merasa bahwa saham " undervalued ".
  2) Stock repuchase mengurangi jumlah saham yang beredar dipasar. Setelah stock repuchase ada kemungkinan harga saham naik.

- **Kerugian bagi pemegang saham :**
  1). Perusahaan membeli kembali saham dengan harga yang terlalu tinggi sehingga merugikan pemegang saham yang tidak menjual kembali sahamnya.
  2). Keuntungan stock repuchase dalam bentuk capital gains, padahal sebagian investor menyukai dividen.

- **Keuntungan bagi perusahaan :**
  1). 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 repuchase merupakan alternatif yang baik untuk mendistribusikan penhasilan yang diatas normal (extraordinary earnings) kepada pemegang saham.
  2). Dapat digunakan sebagai strategi untuk mengacau usaha pengambil – alihan perusahaan (yang biasanya dilakukan dengan cara membeli saham sebanyak –b anyaknya hingga mencapai jumlah saham mayoritas) Stock repuchase dapat menggalkan usaha ini.
  3). Mengubah struktur modal perusahaan. Misalnya, perusahaan ingin meningkatkan rasio hutang dengan cara menggunakan hutang baru untuk membeli kembali saham yang beredar.
  4). Saham yang ditarik kembali dapat dijual kembali ke pasar jika perusahaan membutuhkan tambahan dana.

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

- Jika harus memilih antara stock repuchase 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)

b. 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 :
    1. 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.
    2. 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.

- Meskipun stock split dan stock dividen tidak berbeda secara pertimbangan ekonomis tapi perlakuan akuntansinya berbeda. Untuk stock dividen perusahaan harus melakukan kapitalisasi nilai pasar dari stock dividen dengan cara mentransfer sejumlah rupiah dari stock dividen ke rekening modal.