

KEBIJAKAN DIVIDEN (*DIVIDEND POLICY*)

by:

Prof. Dr. H. Deden Mulyana, SE., M.Si.

1. Pengertian Kebijakan Dividen
2. Teori Dividen
3. Bentuk Kebijakan Dividen
4. *Stock Repurchase, Stock Split* dan *Stock Dividend*
5. Kebijakan Dividen di Indonesia

Pengertian Kebijakan Dividen

- Keputusan untuk membagi laba vs menahan & menginvestasikan kembali.
- Apabila dibayarkan sebagai dividen, ada beberapa isu:
 1. *Payout* tinggi/ rendah?
 2. Dibayarkan teratur/ tidak?
 3. Frekuensi pembayaran dividen?
 4. Apakah pembayaran dividen perlu diumumkan?



Teori Kebijakan Dividen

1. *Dividend Irrelevance Theory*

- Dikemukakan oleh Modigliani dan Miller (1961)
- Dividen tidak memengaruhi nilai perusahaan karena ditentukan oleh besarnya EBIT dan kelas risiko. Jadi dividen tidak relevan.
- Asumsi:
 - a. Pasar modal sempurna dan semua investor rasional
 - b. Tidak ada biaya emisi saham baru
 - c. Tidak ada pajak
 - d. Kebijakan investasi perusahaan tidak berubah

Dividend Irrelevance Theory (Lanj.) •

Misal: terdapat 2 periode, tahun ini dan tahun depan. Perusahaan ABC membagikan dividen setiap tahun. Jika tahun ini perusahaan tidak membagi dividen maka tahun depan investor bisa memperoleh dividen tahun depan + dividen yang seharusnya dibayar tahun ini. Dari sisi perusahaan, jika perusahaan ingin membayar dividen semuanya pada tahun ini maka perusahaan bisa meminjam sehingga dapat membayar dividen lebih besar dibanding kapasitas pembayaran tahun ini.

Dividend Irrelevance Theory (Lanj.)

- Misal: Investor mempunyai preferensi dividen sebesar 100 tahun ini ($t=0$) dan 100 di tahun depan ($t=1$). Misal PT ABC hanya membagi dividen sebesar 110 dan 89 pada $t=0$ dan $t=1$. Apakah investor kecewa?
- Menurut MM, investor dapat menginvestasikan kelebihan dana tahun ini dan memperoleh dana tsb (beserta keuntungannya) ditambah dividen tahun depan.

Tahun 0		Tahun 1	
1. Menerima dividen	110	1. Menerima dividen	89
2. Menginvestasikan Kelebihan di atas 100	10	2. Menerima investasi dan keuntungannya	11
Kas masuk tahun 0	100	Kas masuk tahun 1	100

- Investor dapat melakukan penyesuaian pada tingkat “personal” untuk “menetralkan” kebijakan dividen perusahaan yang tidak sesuai dengan keinginan investor (*homemade dividends*).

2. Bird in the Hand Theory

- Biaya modal sendiri perusahaan akan naik jika DPR rendah karena investor lebih menyukai dividen daripada *capital gains*. Mengapa?
- Alasan yang mendukung pembayaran dividen tinggi:
 1. Mengurangi ketidakpastian
 2. Mengurangi konflik keagenan antara manajer dengan pemegang saham

3. Tax Preference Theory

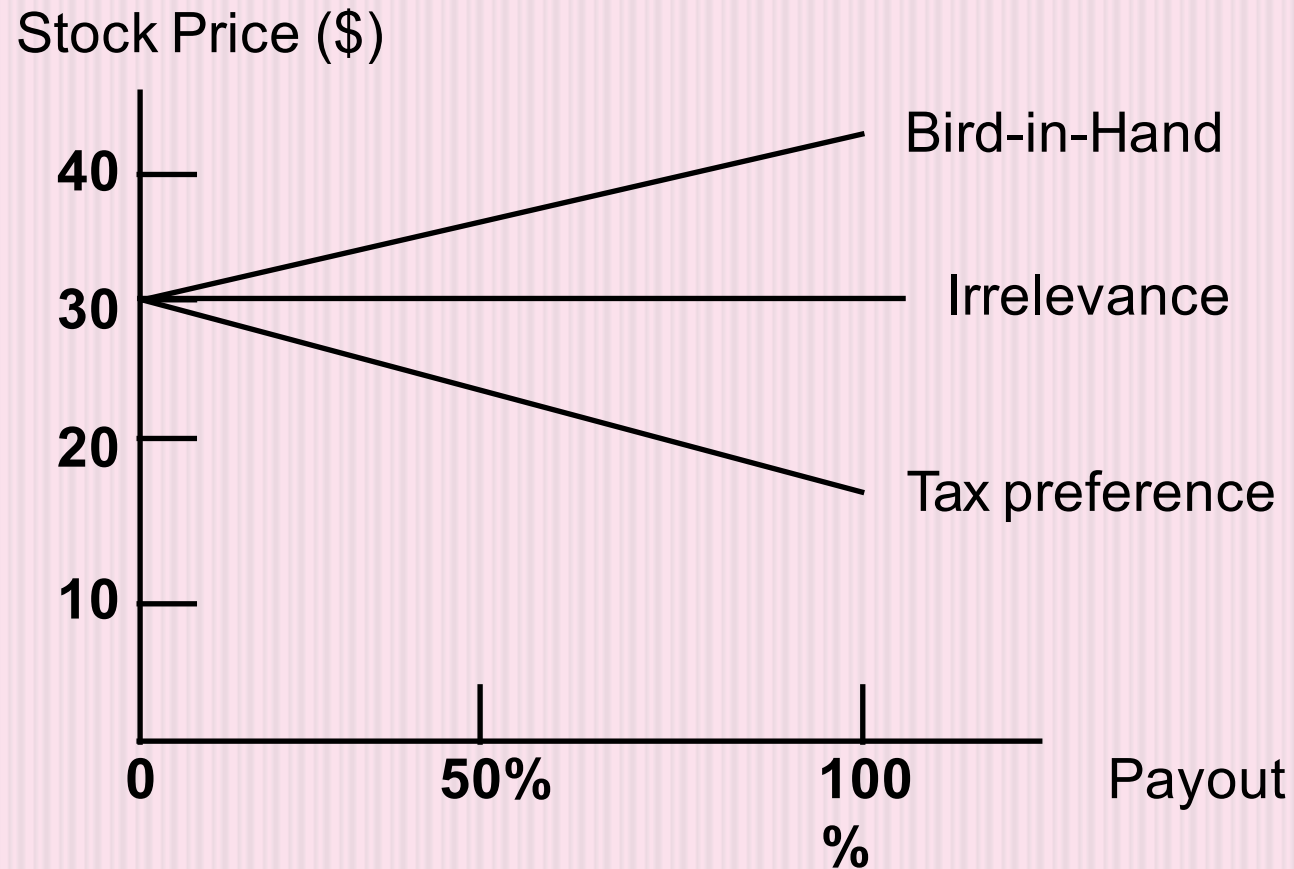
- Investor lebih menyukai *capital gains* karena:
 - a. Menunda pembayaran pajak
 - b. Di beberapa negara pajak *capital gain* lebih rendah dibanding dividen
 - c. Adanya biaya emisi saham baru

Teori	Implikasi
<i>Dividend Irrelevance</i>	<i>Any payout OK</i>
<i>Bird in the Hand</i>	<i>Set high payout</i>
<i>Tax Preference</i>	<i>Set low payout</i>

Note:

- Pengujian empiris tidak berhasil membuktikan teori mana yang tepat kontroversi kebijakan dividen.
- Penetapan kebijakan dividen menggunakan *judgment* manajer

Perbandingan Ketiga Teori



Macam Dividen

1. *Cash Dividend* (dividen tunai)
2. *Property Dividend* → dividen dibagikan dalam bentuk aktiva selain kas
3. *Scrip Dividend* (dividen utang) → apabila saldo kas tidak mencukupi tetapi saldo laba mencukupi untuk pembagian dividen
4. *Liquidating Dividend* → dividen yang sebagian merupakan pengembalian modal
5. *Stock Dividend*

Bentuk Kebijakan Dividen

- **Kebijakan Dividen Stabil (*Stable Dividend-Per-Share Policy*)**

Besarnya dividen setiap tahun sama dengan harapan untuk memelihara kesan pemodal terhadap perusahaan.

- **Kebijakan *Dividend Payout Ratio* Tetap (*Constant Dividend Payout Ratio Policy*)**

Jumlah dividen akan berubah sesuai dengan laba yang dihasilkan, dengan *dividend payout ratio* yang tetap.

Bentuk Kebijakan Dividen (Lanj.)

- Kebijakan Kompromi (*Compromise Policy*)

Kebijakan dividend antara stabil dan kebijakan dividend payout ratio konstan ditambah dengan persentase tertentu pada tahun-tahun yang mampu menghasilkan laba bersih yang tinggi.

- Kebijakan Dividen Residual (*Residual Dividend Policy*)

Dividen hanya akan dibayar pada saat laba bersih besar.

Saham yang memiliki dividen stabil lebih diminati pemodal dibandingkan saham yang dividennya didasarkan pada % tetap dari laba.

Residual Dividend Model

- Perusahaan menetapkan kebijakan dividen setelah semua investasi yang menguntungkan habis dibiayai. Dividen yang dibayarkan merupakan sisa (residual).
- Cara menentukan:
 1. Menetapkan penganggaran modal optimum. Semua usulan investasi dengan NPV positif diterima.
 2. Menentukan jumlah saham yang diperlukan untuk membiayai investasi baru sambil menjaga struktur modal ideal (target).
 3. Memanfaatkan laba ditahan untuk memenuhi kebutuhan modal semaksimal mungkin.
 4. Membayar dividen jika ada sisa laba, setelah semua usulan investasi ber-NPV positif diterima.
 - $\text{Dividen} = \text{laba bersih} - [(\text{struktur modal target})(\text{total anggaran modal})]$

Contoh Soal

Usulan Investasi	Kebutuhan Dana (Rp)	IRR
A	200 juta	30%
B	500 juta	25%
C	300 juta	24%
D	400 juta	21%
E	300 juta	20%
F	600 juta	18%
G	500 juta	17%
H	400 juta	15%

Biaya modal perusahaan adalah 19%. Laba yang dimiliki sebesar Rp1.500 juta. Target struktur modal adalah 60% modal sendiri dan 40% utang.

- Usulan investasi mana yang sebaiknya diterima? Mengapa?
- Berapa laba yang dibagikan sebagai dividen?

Penyelesaian

- a. Usulan investasi yang diterima = A, B, C, D, E
- b. Total anggaran modal yang diperlukan: Rp1.700 juta

Pembiayaan sesuai struktur modal target:

Dari modal sendiri (sumber internal) $= 60\% \times \text{Rp}1.700 \text{ jt} = \text{Rp}1.020 \text{ jt}$

Dari utang (sumber eksternal) $= 40\% \times \text{Rp}1.700 \text{ jt} = \text{Rp} 680 \text{ jt}$

Sisa dana internal $= \text{Rp}1.500 \text{ jt} - \text{Rp}1.020 \text{ jt}$

$= \text{Rp}480 \text{ juta} \rightarrow$ dibayarkan sebagai dividen

ATAU

- Dividen = laba bersih – [(struktur modal target)(total anggaran modal)
 $= \text{Rp}1.500 \text{ jt} - (60\% \times \text{Rp}1.700 \text{ jt})$
 $= \text{Rp}1.500 \text{ jt} - 1.020 \text{ jt}$
 $= \text{Rp}480 \text{ juta}$

Kebijakan Dividen dalam Praktek

- Perusahaan cenderung membagi dividen dalam jumlah stabil atau meningkat secara teratur.
- Menjaga kestabilan dividen tidak berarti menjaga DPR tetap stabil.
- Perusahaan akan menaikkan dividen hingga suatu tingkatan di mana mereka yakin dapat mempertahankannya di masa mendatang.

Information Content of Dividend & Clientele Effect of Dividend

Information content of dividend (signalling hypothesis)

- Investor melihat kenaikan dividen sebagai sinyal positif atas prospek perusahaan di masa depan.
- Manajer enggan menaikkan pembayaran dividen kecuali *sustainable*.
- Mendukung *stability decision of dividend*

Clientele effect

- Kelompok (*clientele*) pemegang saham yang berbeda akan memiliki preferensi kebijakan dividen yang berbeda pula.
- Pemegang saham yang membutuhkan penghasilan saat ini lebih menyukai DPR yang tinggi dan sebaliknya.

Stock Repurchase

- Merupakan alternatif dari pembayaran dividen kas→ pembelian kembali saham oleh perusahaan
- Pembelian dilakukan lewat pasar sekunder Bursa Efek Saham yang
- dibeli masuk dalam rekening *treasury stock* Keuntungan
- pembelian kembali saham:
 1. Penghematan pajak
 2. Pengumuman merupakan inyal positif
 3. Pembayaran dividen umumnya dilakukan dengan pola stabil
 4. Pemegang saham mempunyai pilihan (kas→saham dijual, tidak→investasi saham kembali)

Stock Repurchase (Lanj.)

- Kerugian pembelian kembali saham
 1. Pemegang saham mungkin memiliki preferensi berbeda antara dividen kas dengan pembelian kembali saham
 2. Perusahaan mungkin membayar harga pembelian kembali terlalu mahal
 3. Pemegang saham yang menjual sahamnya barangkali tidak mengetahui persis implikasi dan efek program pembelian saham kembali

Stock Repurchase (Lanj.)

- Contoh:

PT ABC memiliki EAT tahun 2009 sebesar 200 juta dan 50% akan didistribusikan kepada pemegang saham. Jumlah saham beredar 50.000 lembar. PT ABC dihadapkan pada pilihan untuk membeli kembali 4.546 lembar saham perusahaan lewat tender dengan harga Rp 22.000,00/lembar atau membagikannya sebagai dividen. Harga saham saat ini adalah Rp 20.000,00/ lembar.

- Alternatif 1 (pembayaran dividen)

$$\begin{aligned}\text{Dividen/lembar saham} &= 100 \text{ juta} / 50.000 \\ &= \text{Rp}2.000,00/\text{lembar}\end{aligned}$$

- Alternatif 2 (pembelian kembali saham)

$$\begin{aligned}\text{EPS sekarang} &= 200 \text{ juta} / 50.000 \\ &= \text{Rp}4.000,00/\text{lembar}\end{aligned}$$

Stock Repurchase (Lanj.)

- PER sekarang $= 20.000 / 4.000$
 $= 5 \times (\text{PER dianggap konstan})$
- EPS setelah *stock repurchase* $= 200 \text{ juta} / 45.454$
 $= \text{Rp}4.400,00 / \text{lembar}$
- Harga saham setelah *stock repurchase* $= \text{PER} \times \text{EPS}$
 $= 5 \times 4.400$
 $= \text{Rp}22.000,00 / \text{lembar}$
- *Capital gains* $= \text{Rp}2.000,00 / \text{lembar}$

JADI:

Investor akan menerima hasil sama dari pembayaran dividen tunai maupun pembelian kembali saham. Hal ini dipengaruhi oleh:

1. Harga pembelian kembali saham
2. PER

Stock Split & Stock Dividend

- *Stock split*: tindakan perusahaan memecah saham beredar menjadi bagian lebih kecil.
- *Stock dividend*: membagikan dividen dalam bentuk lembar saham
- *Stock split* maupun *stock dividend* tidak mengubah kekayaan pemegang saham (memegang lebih banyak lembar saham dengan nominal lebih kecil) Alasan
- dilakukannya *stock split* dan *stock dividend*:
 1. Perusahaan ingin menahan kas tetapi juga ingin membayar dividen.
 2. Perusahaan ingin memperoleh *optimal trading range*
 3. Perusahaan ingin memberi sinyal ke pasar

Contoh *Stock Dividend*

- Contoh:

PT CEMPAKA memiliki 3.000.000 saham beredar. EAT Rp4.500 juta sehingga EPS Rp1.500,00/ lembar. Saat ini harga pasar saham Rp45.000,00 sehingga PER 30x. Perusahaan memberikan *stock dividend* 20%.

EAT	Rp4.500 juta
Jumlah lbr saham sesudah	3.600.000 (1,2 X 3.000.000)
EPS sesudah <i>stock dividend</i>	Rp1.250,00
PER	30x → (konstan)
Harga saham	Rp37.500,00

Dapat disimpulkan:

	Kekayaan investor
Sebelum	100 lembar x Rp45.000,00 = Rp4.500.000,00
Sesudah	120 lembar x Rp37.500,00 = Rp4.500.000,00

Contoh *Stock Split*

- Contoh:

PT MERCURY memiliki 3.000.000 saham beredar. EAT Rp4.500 juta sehingga EPS Rp1.500,00/ lembar. Saat ini harga pasar saham Rp45.000,00 sehingga PER 30x. Perusahaan melakukan *stock split*, di mana satu lembar saham dipecah menjadi 2 lembar saham

EAT	Rp4.500 juta
Jumlah lembar saham sesudah <i>split</i>	6.000.000
EPS sesudah <i>split</i>	Rp750,00
PER	30x → (konstan)
Harga saham sesudah <i>split</i>	Rp22.500,00
Dapat disimpulkan:	

	Kekayaan investor
Sebelum	100 lembar x Rp45.000,00 = Rp4.500.000,00
Sesudah	200 lembar x Rp22.500,00 = Rp4.500.000,00