

Bab 9

Kebijakan Dividen

Mahasiswa diharapkan dapat memahami, menghitung dan menjelaskan mengenai berbagai aspek yang berhubungan dengan faktor penentu kebijakan dividen

Kebijakan dividen merupakan bagian yang tidak dapat dipisahkan dengan keputusan pendanaan perusahaan. Kebijakan dividen (*dividend policy*) merupakan keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan pada akhir tahun akan dibagi kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau akan ditahan untuk menambah modal guna pembiayaan investasi di masa yang akan datang.

1. Definisi *Dividend Payout Ratio*

Rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio*) menentukan jumlah laba dibagi dalam bentuk dividen kas dan laba yang ditahan sebagai sumber pendanaan. *Dividend payout ratio* (DPR) adalah dividen kas tahunan dibagi dengan laba per lembar saham (*earning per share*). Rasio ini menunjukkan persentase laba perusahaan yang dibayarkan kepada pemegang saham biasa perusahaan berupa dividen kas. Apabila laba perusahaan yang ditahan dalam jumlah besar, berarti laba yang akan dibayarkan sebagai dividen menjadi lebih kecil. Dengan demikian aspek penting dari kebijakan dividen adalah menentukan alokasi laba yang sesuai di antara pembayaran laba sebagai dividen dengan laba yang ditahan di perusahaan.

2. Kebijakan Dividen Aktif dan Pasif

1) Dividen Sebagai Sisa Pasif

Pembahasan mengenai dividen sebagai sisa pasif akan diawali melalui perhatian kita terhadap hal-hal yang terkait dengan dua pertanyaan penting, dapatkah pembayaran dividen kas mempengaruhi kekayaan para pemegang saham? Apabila ya, berapa rasio DPR yang akan memaksimalkan kekayaan para pemegang saham? Untuk menjawab pertanyaan tersebut, pertama kita perlu menentukan kebijakan dividen perusahaan sebagai keputusan pembelanjaan tersendiri yang melibatkan penahanan pendapatan berupa laba ditahan atau membayarkan sebagian/semuanya kepada para pemegang saham sebagai dividen kas (pembelian kembali saham perusahaan kita kesampingkan dulu). Sepanjang perusahaan mempunyai proyek investasi yang mempunyai laba melebihi yang disyaratkan maka perusahaan akan menggunakan kelebihan tersebut dan ditambah agio saham (kelebihan harga sekuritas di atas nilai nominal) untuk mendukung pembelanjaan proyek tersebut. Apabila pendapatannya sisa setelah digunakan untuk membelanjai semua kesempatan investasi yang diterima, maka sisanya digunakan untuk membayar dividen kas kepada para pemegang saham. Apabila tidak

ada sisa, berarti tidak ada pembayaran dividen kas. Apabila laba yang ditahan ditambah surat berharga yang ada masih kurang untuk membiayai proyek investasi tersebut, maka perusahaan akan mengeluarkan saham baru untuk memenuhi kekurangannya.

Apabila kita melakukan kebijakan dividen sebagai keputusan pembelanjaan secara kaku, pembayaran dividen kas merupakan sisa pasif. Persentase pendapatan yang dibayarkan sebagai dividen akan berfluktuasi dari periode ke periode sesuai dengan fluktuasi jumlah kesempatan investasi yang diterima perusahaan. Apabila kesempatan investasi tersebut berlebihan maka persentase pendapatan yang dibayarkan untuk dividen adalah nol. Sebaliknya, apabila kesempatan investasi yang menguntungkan tidak ada maka pembayaran dividen adalah 100% dari pendapatan tersebut. Jadi, DPR adalah bernilai antara 0 sampai 1.

Perlakuan kebijakan dividen sebagai sisa yang pasif, ditentukan tersendiri oleh tersedianya usaha investasi yang dapat diterima, menunjukkan secara langsung bahwa dividen adalah tidak relevan.

2) Ketidakrelevanan Dividen

Modigliani & Miller (M&M) menyediakan argumentasi terbaik untuk ketidakrelevanan dividen. Mereka menyatakan bahwa keputusan investasi yang ditentukan perusahaan, DPR adalah pelengkap belaka dan DPR tidak mempengaruhi kekayaan para pemegang saham. M&M berargumentasi bahwa nilai perusahaan ditentukan tersendiri oleh kemampuan aktiva perusahaan untuk menghasilkan pendapatan (laba), atau kebijakan investasi. Jadi, pembagian pendapatan perusahaan menjadi dividen dan laba yang ditahan tidak mempengaruhi nilai perusahaan.

A. Dividen Sekarang Versus Penahanan Pendapatan (Laba)

Setelah perusahaan membuat keputusan investasinya, maka harus diputuskan apakah:

1. Menahan pendapatan, atau
2. Membayar dividen dan menjual saham baru sebesar dividen tersebut dalam rangka membiayai investasi perusahaan.

M&M menyarankan bahwa jumlah nilai saham per lembar yang didiskon setelah pembelanjaan ditambah pembayaran dividen sekarang adalah tepat sama dengan nilai pasar per lembar saham sebelum pembayaran dividen sekarang. Dengan kata lain, penurunan harga pasar saham biasa disebabkan oleh “*dilution*” sebagai akibat adanya pembelanjaan eksternal yang akan mengimbangi pembayaran dividen. *Dilution* adalah penurunan klaim proporsional pada pendapatan dan saham biasa karena penerbitan saham baru.

Sampai saat ini, ada satu pertanyaan yang cukup menggelitik yaitu, bagaimana kaitannya dengan bab-bab terdahulu, bila dikatakan bahwa dividen adalah dasar untuk penilaian saham biasa? Adakah beberapa kontradiksi? Meskipun hal itu masih benar bahwa nilai pasar sebuah saham biasa adalah nilai sekarang dari seluruh dividen yang diharapkan di masa mendatang, tetapi waktu dan besarnya dividen dapat berubah-ubah. Posisi ketidakrelevanan dividen secara sederhana dinyatakan bahwa nilai sekarang dividen yang akan datang tetap tidak berubah

meskipun kebijakan dividen mungkin berubah waktunya dan besarnya dividen. Hal ini tidak dibantah bahwa dividen, termasuk dividen yang dilikuidasi tidak pernah dibayar. Sebaliknya, hal ini dapat disangkal bahwa penundaan dividen adalah suatu masalah biasa saja, bila hal itu menjadi harga pasar saham biasa.

B. Penyimpanan Nilai

Asumsi yang diberikan M&M tentang kepastian dan pasar modal yang sempurna, ketidakrelevanan dividen secara alami mengikuti. Sebagaimana telah dibahas di bab terdahulu, prinsip nilai total menjamin bahwa jumlah nilai pasar ditambah dividen sekarang dari dua perusahaan yang serupa segala hal maka DPR-nya akan sama.

Para investor mampu untuk meniru setiap aliran dividen perusahaan yang mungkin untuk dibayar tetapi nyatanya tidak dibayar, apabila dividen lebih rendah daripada yang diinginkan, maka para investor dapat menggunakan kelebihan dividen tersebut untuk membeli tambahan saham perusahaan. Jadi para investor mampu “membuat sendiri” dengan cara yang sama bahwa mereka dapat “menentukan sendiri” *leverage* finansial bila mereka tidak puas dengan struktur modal perusahaan. Agar keputusan perusahaan mempunyai nilai, maka perusahaan harus mampu melakukan sesuatu terhadap para pemegang saham. Mereka tidak dapat berbuat apa-apa untuk diri mereka sendiri. Oleh karena itu, para investor dapat melakukan “membuat sendiri” dividen yang melakukan substitusi sempurna bagi dividen perusahaan dengan asumsi yang mendahului, maka kebijakan dividen tidaklah relevan. Jadi, perusahaan tidak mampu menciptakan nilai secara sederhana dengan mengubah kombinasi dividen dan laba yang ditahan. Dalam total struktur modal terdapat penyimpanan nilai sehingga jumlahnya selalu sama.

3) Argumentasi Relevansi Dividen

Sejumlah argumentasi akan diajukan untuk mendukung posisi yang kontradiksi yaitu bahwa dividen adalah relevan untuk kondisi yang tidak menentu. Dengan kata lain, para investor tidak mengabaikan apakah mereka menerima laba berupa dividen atau apresiasi harga saham.

Para investor tertentu mungkin mempunyai pilihan dividen dari para “*capital gains*”. Pembayaran dividen dapat memecahkan ketidakpastian mereka tentang profitabilitas perusahaan. Dividen diterima saat ini dan terus menerus sedangkan “*capital gains*” untuk waktu yang akan datang. Jadi, perusahaan yang membayar dividen akan memecahkan lebih awal dari perusahaan yang tidak membayar dividen.

Apabila ada pajak maka terdapat berbagai pengaruh. Dalam rangka bahwa tingkat pajak pribadi *capital gains* lebih kecil daripada pajak pribadi pendapatan dividen, mungkin lebih menguntungkan untuk menahan pendapatan tersebut. Sebaliknya apabila pajak pribadi pendapatan dividen lebih kecil daripada pajak pribadi *capital gains*, maka lebih menguntungkan bila perusahaan membayar dividen. Perpajakan ini tergantung pada peraturan pajak di masing-masing negara.

Ketidakrelevanan DPR adalah berdasarkan ide bahwa pada saat ada kesempatan investasi yang menguntungkan dan sebelum dividen dibayarkan, dana yang dibayarkan perusahaan harus ditempatkan kembali oleh dana yang diperoleh melalui pembelanjaan eksternal. Adanya biaya pengambangan (*flotation cost*) akan menguntungkan penyimpanan pendapatan dalam perusahaan dalam bentuk laba ditahan. Biaya pengambangan (*flotation cost*) adalah biaya yang berkaitan dengan pengeluaran sekuritas (surat berharga) baru.

Biaya transaksi yang terjadi dalam penjualan sekuritas cenderung untuk menghambat proses *arbitrage*. Para pemegang saham yang berkeinginan mendapatkan pendapatan sekarang, harus membayar biaya transaksi bila mereka menjual beberapa saham untuk memenuhi distribusi kas yang mereka inginkan karena pembayaran dividennya kurang.

Pasar yang sempurna juga mengasumsikan bahwa sekuritas adalah dapat dibagi (*divisible*) secara tidak terbatas. Fakta menunjukkan bahwa unit saham yang terkecil adalah satu lembar saham yang mungkin menghasilkan dalam “bulatan” yang berkenaan dengan menjual saham untuk mendapatkan pendapatan sekarang. Hal ini menjadi alat untuk mendapatkan penjualan saham sebagai ganti dividen yang kurang. Sebaliknya para pemegang saham tidak menginginkan dividen untuk tujuan konsumsi sekarang digunakan untuk investasi kembali dividen mereka. Kedua biaya transaksi dan masalah divisibilitas tersebut jelas tidak menguntungkan para pemegang saham.

Sering pemerintah melarang lembaganya untuk investasi saham yang tidak membeli dividen. Untuk itu perusahaan yang selalu membagi pendapatannya sebagai dividen, lebih disukai daripada perusahaan yang menahan pendapatannya.

Sebagai isyarat finansial, dividen mempunyai dampak pada harga saham karena dividen tersebut memberikan informasi atau isyarat tentang profitabilitas perusahaan. Pada saat perusahaan mempunyai DPR yang stabil sepanjang waktu, kemudian perusahaan meningkatkan DPR-nya, maka para investor percaya bahwa manajemen menunjukkan perubahan positif pada profitabilitas perusahaan yang diharapkan di waktu mendatang. Jadi, dividen digunakan oleh para investor sebagai alat prediksi untuk prestasi perusahaan di masa mendatang.

3. Faktor Penentu Kebijakan Dividen

Sejauh ini, kita hanya membahas aspek teoritis dari kebijakan dividen. Pada waktu perusahaan menentukan kebijakan dividen, sebelumnya dapat dilihat ada beberapa masalah lainnya. Tambahan yang harus dipertimbangkan tersebut berkaitan dengan konsep yang berhubungan DPR dan penilaian perusahaan. Di bawah ini akan dibicarakan berbagai faktor praktis yang perlu dianalisis perusahaan pada saat memutuskan kebijakan dividen.

1) Aturan yang Sah

Aturan sah yang akan dibicarakan di sini adalah penting untuk menentukan batas-batas legal kebijakan dividen perusahaan yang telah dibuat apakah dapat dilaksanakan. Aturan legal

harus dilaksanakan tersebut adalah aturan tentang melemahnya modal, tidak solvabelnya modal (*insolvency*) dan aturan tentang menahan laba yang berlebihan.

A. Aturan tentang Melemahnya Modal

Sering ada aturan yang melarang perusahaan membayar dividen bila pembayaran tersebut dapat membuat modal perusahaan melemah. Modal dalam artian di sini adalah sebagai nilai total pari saham biasa. Apabila perusahaan mempunyai 1 juta lembar saham yang beredar dengan nilai pari Rp. 200,- per lembar saham maka total modal perusahaan adalah 200 juta rupiah. Seandainya modal sendiri para pemegang saham adalah Rp. 210.000.000,- maka perusahaan tidak boleh membayar dividen kas lebih dari Rp. 10.000.000,- supaya tidak melemahkan modal perusahaan yang sebesar 200 juta rupiah tersebut. Ada juga yang mengartikan modal dengan memasukkan tidak hanya total nilai dari saham biasa, tetapi juga tambahan pembayaran dalam modal. Untuk itu, dividen hanya dapat dibayar dari laba yang ditahan.

Tujuan utama dari aturan ini adalah untuk melindungi para kreditur perusahaan, dan aturan tersebut mungkin mempunyai beberapa pengaruh bila perusahaan tersebut adalah relatif baru. Bagi perusahaan yang sudah mapan di mana sudah dapat mengumpulkan laba yang ditahan, maka kerugian yang besar perlu didatangkan sebelum pembatas tersebut mempunyai pengaruh pada pengekangan pembayaran dividen. Sampai saat ini situasi tersebut tidak mungkin dilakukan. Batasan tersebut hanya memberi sedikit perlindungan terhadap kreditur.

B. Aturan *Insolvency*

Terdapat aturan yang melarang pembayaran dividen kas bila perusahaan dalam keadaan tidak solvabel. *Insolvency* adalah kondisi di mana nilai utang yang tercatat melebihi nilai aktiva yang tercatat, atau perusahaan tidak mampu memenuhi kewajiban untuk membayar semua utangnya pada saat jatuh tempo. Aturan ini dapat melindungi para kreditur, bila kas perusahaan terbatas, maka perusahaan dibatasi memberikan keuntungan kepada para pemegang saham berupa dividen agar tidak merugikan para kreditur.

C. Aturan Penahanan Laba

Apabila perusahaan menahan labanya secara berlebihan terutama dengan tujuan untuk menghindari pajak juga dilarang. Dengan tidak pernah membagi dividen maka para pemegang saham tidak terkena pajak dividen, hanya terkena pajak *capital gains* saja.

2) Kebutuhan Dana Perusahaan

Semakin besar kebutuhan dana perusahaan berarti semakin kecil kemampuan untuk membayar dividen. Pendapatan perusahaan akan digunakan terlebih dahulu untuk memenuhi kebutuhan dananya (semua proyek investasi yang menguntungkan) baru sisanya untuk pembayaran dividen.

3) Likuiditas

Likuiditas perusahaan merupakan pertimbangan utama untuk keputusan dividen. Oleh karena itu, dividen merupakan aliran kas keluar, maka semakin besar posisi kas perusahaan dan likuiditas perusahaan berarti semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Apabila manajemen ingin menjaga atau memelihara likuiditas dalam rangka melindungi terhadap ketidakpastian dan agar mempunyai fleksibilitas finansial, kemungkinan perusahaan tidak akan membayar dividen dalam jumlah yang besar.

4) Kemampuan Meminjam

Posisi yang likuid bukanlah satu-satunya cara untuk menyediakan fleksibilitas finansial dan perlindungan terhadap ketidakpastian. Apabila perusahaan mempunyai kemampuan yang tinggi untuk mendapatkan pinjaman, juga merupakan fleksibilitas finansial yang tinggi sehingga kemampuan untuk membayar dividen juga tinggi.

5) Batasan dalam Kontrak Utang

Ketentuan perlindungan (*protective covenants*) dalam kontrak utang sering memasukkan batasan untuk pembayaran dividen. Batasan tersebut dibuat oleh para kreditur untuk menjaga kemampuan perusahaan dalam membayar utangnya. Biasanya batasan tersebut dinyatakan dalam persentase maksimum dari laba ditahan untuk dapat digunakan membayar dividen.

6) Tingkat Return

Tingkat *return* (keuntungan) aset akan menentukan manakah yang relatif lebih menarik, membagikan keuntungan dalam bentuk dividen kepada para pemegang saham (yang akan menggunakannya di tempat lain) atau tetap menggunakannya dalam perusahaan itu.

7) Stabilitas Keuntungan

Perusahaan yang keuntungannya relatif stabil seringkali dapat memperkirakan bagaimana keuntungannya di kemudian hari. Maka perusahaan seperti itu kemungkinan besar akan membagikan keuntungannya dalam bentuk dividen dengan persentase yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang keuntungannya berfluktuasi. Perusahaan yang kurang stabil tidak yakin benar, apakah harapan keuntungannya dalam tahun-tahun mendatang dapat terlaksana, karena itu dari keuntungannya yang sekarang ini akan ditahan suatu bagian yang cukup besar. Sebab dividen yang akan rendah lebih mudah dipertahankan apabila keuntungan agak merosot di kemudian hari.

8) Akses (*Access*) ke Pasar Modal

Perusahaan besar yang sudah mantap, dengan profitabilitas yang tinggi dan keuntungan yang stabil, dengan mudah dapat masuk ke pasar modal atau memperoleh macam-macam dana dari luar perusahaan untuk membiayai kegiatannya. Sebaliknya, perusahaan kecil yang masih baru atau agak gegabah adalah lebih riskan bagi calon investor. Sebab kemampuannya untuk meningkatkan modal atau untuk memperoleh pinjaman dari pasar modal terbatas, dan untuk membiayai operasinya ia harus menahan laba bersih yang banyak. Karena itu, perusahaan yang

mantap akan mempunyai tingkat dividen yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan kecil atau masih baru.

9) Kontrol

Apabila perusahaan membayar dividen cukup besar, mungkin perusahaan membutuhkan modal di masa mendatang melalui penjualan saham baru untuk membiayai kesempatan investasi yang menguntungkan. Dengan tambahan jumlah saham yang beredar, ada kemungkinan kelompok pemegang saham tertentu tidak lagi dapat mengontrol (mengendalikan) perusahaan karena jumlah saham yang mereka kuasai menjadi kurang dari 50% seluruh saham yang beredar. Oleh karena itu dianggap berbahaya bila perusahaan terlalu besar membayar dividennya, sehingga pengendalian perusahaan menjadi berpindah tangan.

Jadi, dalam menentukan kebijakan dividen, perusahaan perlu juga mempertimbangkan faktor-faktor yang telah dibahas tersebut agar segala sesuatu dapat berjalan sesuai dengan harapan perusahaan.

4. Dividen Saham dan Pemecahan Saham

Dividen saham (*stock dividend*) dan pemecahan saham (*stock split*) seringkali digunakan untuk tujuan berbeda. Dalam pengertian ekonomi hanya terdapat perbedaan kecil di antara keduanya. Namun dalam pengertian akuntansi, kedua istilah di atas memiliki perbedaan besar. Prinsip-prinsip akuntansi memperlakukan distribusi saham yang lebih dari 25% dari saham yang beredar sebagai pemecahan saham, sedangkan distribusi yang lebih kecil dari jumlah itu dapat digolongkan sebagai dividen saham.

1) Dividen saham (*stock dividend*)

Dividen saham merupakan pembayaran kepada para pemegang saham biasa berupa tambahan jumlah lembar saham. Hal ini dinyatakan dengan merubah catatan modal sendiri para pemegang saham pada neraca perusahaan. Dengan adanya dividen saham ini kepemilikan para pemegang saham di dalam perusahaan proporsinya tetap sama atau tidak berubah. Untuk lebih jelasnya diberikan contoh berikut:

Contoh 9.1:

Pada tahun 2001 PT "SENTOSA" mempunyai struktur modal sendiri sebagai berikut:

Struktur Modal Sendiri	
Saham biasa: (Nominal Rp. 1.000 x 400.000 lbr)	Rp. 400.000.000
Tambahan modal	Rp. 80.000.000
Laba ditahan	<u>Rp. 260.000.000</u>
Total modal sendiri	Rp. 740.000.000

PT. "SENTOSA" membayar dividen saham sebesar 5% dari saham beredar, yaitu berjumlah 5% x 400.000 lembar = 20.000 lembar saham tambahan. Nilai pasar yang dianggap

wajar dari saham tersebut adalah Rp. 2.500,- setiap lembarnya. Untuk setiap 20 lembar saham yang dimiliki, pemegang saham menerima satu lembar saham tambahan. Struktur modal perusahaan setelah distribusi dividen saham adalah:

Struktur Modal Sendiri	
Saham biasa: (Nominal Rp. 1.000 x 400.000 lbr)	Rp. 400.000.000
Tambahan modal (Rp. 80 jt + 30 jt)	Rp. 110.000.000
Laba ditahan	<u>Rp. 230.000.000</u>
Total modal sendiri	Rp. 740.000.000

Dengan pembayaran dividen saham, maka nilai saham sebesar Rp. 50.000.000,- yaitu (Rp. 2.500 x 20.000 lembar) dipindah (ditransfer) dari laba yang ditahan ke perkiraan saham biasa dan tambahan modal. Oleh karena itu nilai nominal saham tetap sama sebesar Rp. 1.000 per lembar. Kenaikan dalam jumlah saham biasa dicerminkan dengan kenaikan sebesar Rp. 20.000.000 yaitu dari (Rp. 1.000 x 20.000 lembar) yang diperlihatkan dalam perkiraan saham biasa. Sisa nilai saham sebesar Rp. 50.000.000 – Rp. 20.000.000 = Rp. 30.000.000,- masuk ke perkiraan tambahan modal, sedangkan total modal sendiri perusahaan tersebut tetap sama yaitu sebesar Rp. 740.000.000,-.

Oleh karena jumlah saham beredar meningkat sebesar 5%, maka laba per lembar saham perusahaan berkurang secara proporsional. Misalnya, laba bersih total setelah pajak (EAT) sebesar Rp. 126.000.000,-, maka sebelum pembagian dividen saham, laba per lembar saham (EPS) adalah Rp. 315 yaitu dari pembagian antara EAT dengan jumlah lembar saham (Rp. 126.000.000 : 400.000 lbr). Laba per lembar saham setelah pembagian dividen saham sebanyak 20.000 lembar menjadi sebesar Rp. 300,- yaitu dari (Rp. 126.000.000 : 420.000 lbr). Dengan demikian para pemegang saham memiliki lebih banyak saham tetapi laba per lembar sahamnya lebih rendah.

2) Pemecahan saham (*stock split*)

Pemecahan saham adalah peningkatan jumlah saham beredar dengan mengurangi nilai nominal (nilai pari) saham tersebut. Dari contoh pembagian dividen saham di atas, seandainya setiap lembar saham PT. “SENTOSA” dengan nilai nominal Rp. 1.000,- per lembar dipecah menjadi 2 lembar saham dengan nilai nominal sebesar Rp. 500,- per lembar maka perhitungan pemecahan sahamnya tampak pada tabel di bawah ini:

Tabel 9.1
Pemecahan saham, 1 lembar saham menjadi 2 lembar saham

Sebelum Pemecahan (Rp)		Sesudah Pemecahan (Rp)	
Saham biasa: (Rp. 1.000 x 400.000 lbr)	400.000.000	Saham biasa: (Rp. 500 x 800.000 lbr)	400.000.000
Tambahan modal	80.000.000	Tambahan modal	80.000.000
Laba ditahan	<u>260.000.000</u>	Laba ditahan	<u>260.000.000</u>
Total modal sendiri	740.000.000	Total modal sendiri	740.000.000

Dari tabel di atas terlihat bahwa adanya pemecahan saham maka yang berubah adalah nilai nominal dan jumlah lembar saham yang beredar, sedangkan nilai semua rekening modal sendiri tidak berubah. Alternatif pemecahan saham maupun pembagian dividen saham biasanya dimaksudkan untuk mengurangi harga pasar per lembar saham tersebut. Tujuan yang prinsip adalah menempatkan saham tersebut di dalam perdagangan yang lebih menarik dan banyak pembeli. Perusahaan jarang sekali dapat memelihara dividen kas per lembar saham yang sama, antara sebelum dan sesudah pemecahan saham. Kemungkinan, pemecahan saham dapat meningkatkan dividen efektif kepada para pemegang saham. Sebagai contoh, apabila pada kasus di atas perusahaan memberi dividen kas Rp. 150,- per lembar saham sebelum pemecahan saham dan setelah pemecahan saham, perusahaan memberi dividen kas Rp. 100,- per lembar saham. Seorang pemegang saham yang memiliki 100 lembar saham sebelum pemecahan akan menerima dividen Rp. 15.000,-. Sedangkan setelah pemecahan saham, dia akan menerima dividen sebesar Rp. $100 \times 200 \text{ lbr} = \text{Rp. } 20.000,-$.

3) Nilai dividen saham dan pemecahan saham

Dividen saham dan pemecahan sama memiliki nilai yang berbeda dipandang dari pihak investor dan perusahaan serta bagi perdagangan saham itu sendiri.

A. Bagi para investor

Secara teoritis dividen saham atau pemecahan saham bukan sesuatu yang menyangkut nilai bagi para investor. Mereka menerima tambahan jumlah saham tetapi proporsi kepemilikan perusahaan tidak berubah. Harga pasar saham tersebut akan menurun secara proporsional sehingga total nilai saham yang dipegang tetap sama. Sebagai contoh, seorang investor mempunyai 100 lembar saham biasa dengan nilai Rp. 3.200,- per lembar atau nilai seluruhnya Rp. 320.000,-. Setelah perusahaan membagi dividen saham sebesar 5% maka harga saham per lembarnya akan turun menjadi $\text{Rp. } 3.200 : 1,05 = \text{Rp. } 3.04762,-$. Nilai total saham yang dipegang investor tetap yaitu $\text{Rp. } 3.047,62 \times 105 \text{ lbr} = \text{Rp. } 320.000,-$. Dengan demikian, dividen saham tidak mempunyai nilai bagi investor tersebut.

Namun demikian, apabila investor akan menjual sebagian sahamnya dalam rangka mendapatkan kas, maka dividen saham atau pemecahan saham sangat membantu pelaksanaan tersebut. Meskipun tanpa adanya dividen saham dan pemecahan saham investor juga dapat menjual sahamnya, tetapi dividen saham atau pemecahan saham mempunyai pengaruh psikologi yang menguntungkan bagi para pemegang saham tersebut.

B. Pengaruh nilai dividen saham dan pemecahan saham terhadap dividen kas

Dividen saham atau pemecahan saham mungkin dibarengi dengan meningkatnya dividen kas. Sebagai contoh, suatu perusahaan membayar dividen kas tahunan sebesar Rp. 80,- per lembar. Perusahaan memberi dividen saham 10% dan dividen kas tetap dibayarkan. Jadi, seorang investor yang semula mempunyai 100 lembar saham dengan dividen Rp. 8.000,- maka sekarang ia mempunyai 110 lembar dengan dividen kas Rp. 8.800,-. Apakah peningkatan dividen kas mempunyai pengaruh positif pada kekayaan para pemegang saham? Hal itu tergantung pada imbalan (*trade-off*) antara dividen sekarang dengan laba yang ditahan.

Kadang-kadang dividen saham diberikan kepada pemegang saham dengan maksud untuk menghemat kas. Jika laba meningkat perusahaan tidak meningkatkan dividen kas namun perusahaan bahkan menahan laba dalam jumlah yang cukup besar dan memberikan dividen saham. Keputusan tersebut secara efektif sama dengan mengurangi DPR. Ketika terdapat kenaikan pendapatan dan dividen tetap sama, maka DPR akan turun. Keputusan untuk menahan laba dalam jumlah yang cukup besar, tentunya juga dapat dicapai tanpa dividen saham. Meskipun dividen saham mungkin cenderung untuk menyenangkan hati investor tertentu dengan kebaikan dari dampak psikologisnya, tetapi penggantian saham biasa untuk dividen kas melibatkan biaya administrasi yang cukup besar. Dividen saham lebih mahal biayanya daripada dividen kas. Hal ini merupakan kelemahan pembagian dividen saham.

C. Pengaruh nilai dividen dan pemecahan saham terhadap perdagangan

Pemecahan saham dan dividen saham digunakan untuk menempatkan saham pada perdagangan yang lebih disukai dengan harga yang lebih rendah. Keadaan ini untuk menarik lebih banyak pembeli dan juga mempengaruhi bauran pemegang saham (*mix shareholders*). Sejalan dengan meningkatnya pemegang saham individu dan menurunnya pemegang saham kelembagaan akan berdampak perdagangan saham akan lebih banyak yang terlibat.

D. Pengaruh nilai dividen dan pemecahan saham terhadap muatan informasi

Pemberian dividen saham dan pemecahan saham dapat menyampaikan informasi secara efektif kepada para investor daripada dengan pembicaraan yang serius. Manajemen dapat menggunakan dividen saham atau pemecahan saham untuk lebih meyakinkan tentang prospek perusahaan yang menguntungkan. Terdapat pengaruh positif yang signifikan pada harga saham yang disebabkan oleh dividen saham atau pemecahan saham. Pengaruh informasi tersebut bahwa sahamnya dinilai lebih rendah, padahal seharusnya lebih tinggi dengan adanya dividen dan pemecahan saham. Tetapi kita perlu hati-hati, karena biasanya dividen saham atau pemecahan saham diberikan sebelum pemberian dividen kas. Oleh karena itu pasar memandang bahwa dividen saham dan pemecahan saham merupakan indikator yang mengarahkan adanya pembagian dividen kas yang lebih besar dan peningkatan kemampuan perusahaan menghasilkan laba. Jadi, bukan dividen saham dan pemecahan saham yang menyebabkan pengaruh positif terhadap saham, tetapi informasi positifnya yang menyampaikan suatu isyarat akan adanya peningkatan kinerja perusahaan.

4) Kebalikan pemecahan saham (*reverse stock split*)

Reverse stock split atau kebalikan pemecahan saham adalah pemecahan saham di mana jumlah saham beredar menurun. Kebalikan pemecahan saham ini merupakan “penggabungan” jumlah lembar saham. Misalnya untuk contoh PT. “SENTOSA” di atas melakukan penggabungan saham 4 lembar menjadi 1 lembar, artinya setiap 4 saham lama yang dimiliki pemegang saham akan ditukar dengan 1 lembar saham baru. Nilai nominal per lembar saham akan menjadi Rp. 4.000,- yaitu (Rp. 1.000,- x 4) dan saham yang beredar sekarang menjadi 100.000 lembar yaitu (400.000 lembar : 4). Kebalikan pemecahan saham digunakan untuk meningkatkan harga pasar saham yang dianggap terlalu rendah.

Seperti juga dividen saham dan pemecahan saham, kebalikan pemecahan saham memberi informasi atau isyarat kepada para investor. Biasanya isyarat negatif, misalnya perusahaan sedang mengalami kesulitan keuangan. Jadi perusahaan yang sehat akan berpikir dua kali sebelum melaksanakan kebalikan pemecahan saham.

5. Pembelian Kembali Saham (*Stock Repurchases*)

Jika perusahaan memiliki kelebihan dana tetapi mempunyai sedikit kesempatan investasi, maka kelebihan dana tersebut dapat didistribusikan dengan membeli kembali saham perusahaan atau meningkatkan pembayaran dividen. Secara teoritis keduanya tidak berbeda dari kepentingan para pemegang saham jika tidak terdapat biaya transaksi maupun pajak pendapatan yang berasal dari penghasilan pribadi. Dengan pembelian kembali saham, maka saham yang beredar menjadi lebih sedikit sehingga EPS dan dividen per lembar saham segera meningkat. Sebagai hasilnya, harga pasar per lembar saham akan naik juga.

Beberapa perusahaan membeli kembali sahamnya di dalam rangka untuk mengadakan persediaan saham. Rencana ini merupakan hadiah bagi para manajer yang dapat mencapai prestasi tertentu diberi kesempatan untuk membeli saham perusahaan dengan harga yang lebih rendah dari harga pasar. Dengan cara ini, jumlah saham yang beredar tidak meningkat. Alasan lain dari membeli kembali saham adalah agar mempunyai persediaan saham untuk akuisisi dengan perusahaan lain. Pembelian saham perusahaan juga merupakan bagian dari keseluruhan kebijakan dividen perusahaan. Ada dua metode pembelian kembali saham yang sering digunakan yaitu penawaran tender sendiri (*self tender offer*) dan belian saham di pasar terbuka (*open market purchases*).

1) *Self tender offer*

Self tender offer adalah tawaran perusahaan untuk membeli kembali sahamnya pada harga tertentu (di atas harga pasar). Para pemegang saham dapat memilih, menjual sahamnya atau tetap memiliki saham tersebut. Biasanya periode penawarannya antara 2 sampai 3 minggu. Apabila para pemegang saham yang mau menjual sahamnya ternyata jumlahnya lebih besar dari jumlah yang dikehendaki perusahaan, maka perusahaan dapat memilih membeli semua atau sejumlah yang diinginkan. Biaya transaksi cara ini biasanya lebih tinggi dari biaya transaksi biasa di pasar terbuka.

2) *Open market purchases*

Perusahaan dapat melakukan pembelian saham kembali di pasar terbuka. Artinya perusahaan seperti investor lainnya membeli kembali saham di pasar terbuka melalui pialang. Biaya pialang dapat dinegosiasikan. Komisi bursa dan sekuritas mengeluarkan peraturan-peraturan tertentu bagi perusahaan yang ingin membeli kembali sahamnya. Untuk itu, perusahaan membutuhkan waktu yang lebih lama untuk dapat membeli sahamnya dalam jumlah yang besar. Oleh karena itu, penawaran tender sendiri (*self tender offer*) lebih cocok dilakukan jika perusahaan ingin memperoleh saham dalam jumlah besar.

Contoh 9.2:

Perusahaan PT. "SENTANU" mempertimbangkan untuk membagikan labanya sebesar Rp. 120.000.000,- dalam bentuk dividen kas atau melakukan pembelian kembali sahamnya. Informasi keuangan perusahaan sebelum pendistribusian laba adalah sebagai berikut:

Pendapatan setelah pajak (EAT)	Rp. 160.000.000
Jumlah saham beredar	500.000 lembar
Pendapatan per lembar saham (EPS)	Rp. 320
Harga pasar saham sekarang	Rp. 4.800
Dividen per lembar yang diharapkan	Rp. 240

Karena para investor mengharapkan dividen kas per lembar saham sebesar Rp. 240 yaitu dari $(Rp. 120.000.000/500.000)$, maka nilai saham menjadi sebesar Rp. 5.040,- yang terdiri dari Rp. 240,- dividen per lembar saham yang diharapkan ditambah harga pasar yang diharapkan sebelum distribusi dividen kas sebesar Rp. 4.800,-.

Misalkan perusahaan memilih membeli kembali sebagian sahamnya dan melakukan penawaran kepada para pemegang sahamnya pada harga Rp. 5.040,- per lembar saham. Sehingga perusahaan mampu membeli sebanyak 23.810 lembar yaitu dari $(Rp. 120.000.000 : Rp. 5.040 \text{ per lembar})$. Maka laba per lembar saham (EPS) setelah pembelian kembali saham adalah = $Rp. 160.000.000 : (500.000 - 23.810) \text{ lembar} = Rp. 336,-$.

Apabila perusahaan memilih membayar dividen kas, maka rasio harga saham (*price earning ratio* atau PER) setelah dividen adalah $Rp. 4.800 : Rp. 320 = 15$ kali. Apabila rasio tersebut tetap setelah pembelian kembali saham, maka harga per lembar sahamnya adalah $15 \times Rp. 336,- = Rp. 5.040,-$. Kedua alternatif tersebut sama dan jumlah distribusi kepada para pemegang saham adalah Rp. 240,- per lembar, baik pembagian dividen berupa kas maupun selisih kenaikan harga saham (*capital gain*). Seandainya perusahaan mempunyai uang kas yang besar untuk dibagikan kepada pemegang saham, maka akan lebih cocok bila perusahaan membeli kembali sahamnya. Hal ini karena meskipun pajaknya sama tetapi pajak *capital gain*-nya dibayar setelah sahamnya terjual sedangkan pajak dividen harus dibayar atas dasar sekarang.

SOAL-SOAL LATIHAN

1. Apa yang dimaksud dengan *dividend payout ratio* (DPR)?
2. Pada saat perusahaan dalam keadaan tidak solvabel, mengapa perusahaan melarang pembayaran dividen kas kepada kreditur?
3. Jelaskan tujuan kreditur menetapkan *protective covenant* pada kontrak utang perusahaan?
4. Perusahaan "BEKA" mempunyai jumlah saham biasa 400.000 lembar dengan nilai nominal atau nilai pari sebesar Rp. 4.000,-, dan data keuangannya sebagai berikut:

Modal saham (Rp. 4.000 x 400.000)	Rp. 1.600.000.000
Agio saham	Rp. 800.000.000
Laba ditahan	<u>Rp. 1.200.000.000</u>
Jumlah modal sendiri	Rp. 3.600.000.000

Jika perusahaan akan mengadakan *stock split* dari satu saham menjadi dua lembar saham, maka tentukan struktur modal perusahaan yang baru?

5. Sebagai pemilik perusahaan, kalian memilih mana antara *self tender offer* atau *open market purchases*, bila kalian ingin membeli kembali saham dalam jumlah besar? Mengapa?