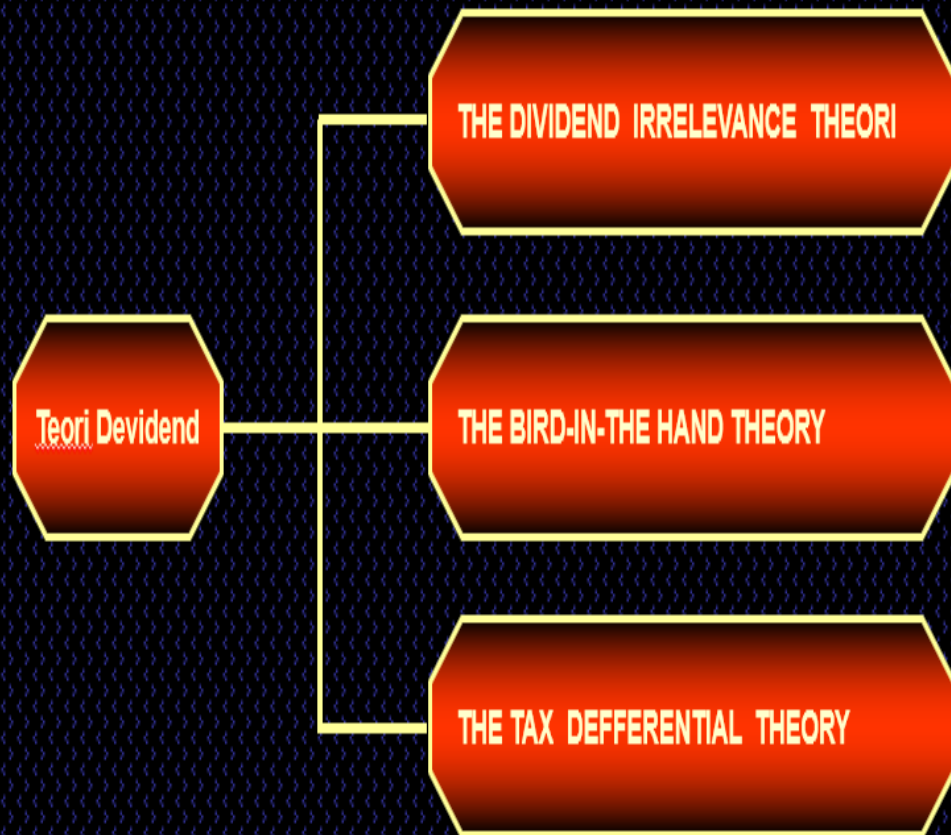




DEVIDEND POLICY

PERTEMUAN 14



Dividend Theory

Ada 3 konsep / teori dalam Dividend Policy, yaitu :

- **The Dividend Irrelevance Theory**
Oleh : *Merton H. Miller dan Franco Modigliani (M-M)*
- **The Bird-in-the Hand Theory**
Oleh *Myron Gordon & John Lintner*
- **The Tax Differential Theory**
Oleh *Farrar & Selwyn, 1967, Brennan, 1970 dan Litzenberger & Ramaswany, 1979*

Pengumuman dividen merupakan salah satu informasi yang akan direpson oleh pasar. pengumuman dividen dan pengumuman laba pada periode sebelumnya adalah dua jenis pengumuman yang paling sering digunakan oleh para manajer untuk menginformasikan prestasi dan prospek perusahaan.

Bird-In-Hand Theory dikenalkan oleh Myron Gordon dan John Lintner, yang intinya bahwa kebijaksanaan dividend berpengaruh pada Cost of Equity (K_s)

Oleh karena itu Gordon dan Lintner tidak sependapat dengan Dividend Irrelevance Theory yang disampaikan oleh Modigliani & Miller (MM) yang menyatakan dividend policy tidak berpengaruh pada Harga Saham (Stock Price) dan Cost of Equity dan dengan demikian pemegang saham indiffererent terhadap Dividend Yield (d_1/P_0) dan Capital Gain (g)

Menurut Gordon dan Lintner, Kebijakan Dividend berpengaruh negatif pada Cost of Equity (K_s) artinya bilamana Dividend Yield (d_1/P_0) turun maka Cost of Equity (K_s) akan naik dan sebaliknya bilamana d_1/P_0 naik maka K_s akan turun.

Menurut Gordon dan Lintner, pengaruh negatif Kebijakan Dividend terhadap Cost of Equity karena penerimaan dividend bagi para pemegang saham lebih nyata dari pada penerimaan Capital Gain yang bersumber dari laba ditahan.

Gordon dan Lintner menjelaskan dalam model persamaan Return Saham (Common Equity), yaitu :

$$K_s = \frac{P_t - P_{t-1} + d_1}{P_0} \longrightarrow K_s = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_0} + \frac{d_1}{P_0} \longrightarrow K_s = \frac{d_1}{P_0} + g$$

Dari persamaan terakhir Gordon dan Lintner menyatakan bahwa risiko Dividend Yield (d_1/P_0) lebih rendah dari risiko Capital Gain (g) sehingga Dividen Policy berpengaruh (negatif) pada Cost of Equity (K_s).

TAX PREFERENCE THEORY

Teori ini diperkenalkan oleh Farrar & Selwyn (1967), Brenan (1970) dan Litzenberger dan Krisma Ramaswamy (1979).

Teori ini mengasumsikan bahwa :

1. Adanya 3 jenis pajak, yaitu :

- * Corporate Tax (t_c), dikenakan atas Pendapatan Perusahaan (EBT)
- * Capital Gain Tax (t_g), dikenakan atas Capital Gain
- * Personal Tax (t_p), dikenakan atas penghasilan pribadi berupa bunga obligasi, dividend dan upah

2. Dividend Policy independent terhadap Investment Policy

3. Tidak ada biaya transaksi untuk menambah modal eksternal

4. Pemegang saham bertindak rasional, artinya mereka memaksimalkan after tax return saham

DIVIDEND VS LABA DITAHAN (REINVESTASI)

Capital Gain Tax dikenakan ketika pemegang saham menjual sahamnya dan mendapatkan keuntungan berupa capital gain atau $(P_t - P_{t-1}) > 0$

Capital Gain Tax bisa lebih rendah, lebih kecil atau sama dengan Dividen Tax Rate.

Berdasarkan perbedaan antara Capital Gain Tax Rate dan Dividend Tax Rate inilah yang mendorong pemegang saham menentukan pilihan apakah pemegang saham (investor) menerima pembayaran dividend atau tidak menerima pembayaran dividend (yang berarti diinvestasikan kembali dengan harapan capital gain yang akan diterima dimasa mendatang lebih meningkat).

Pada kondisi mana pemegang saham lebih memilih menerima pembayaran dividend dan pada kondisi mana pemegang saham lebih memilih tidak menerima pembayaran dividend dengan kata lain diinvestasikan ?

PILIHAN ANTARA DIVIDEND VS LABA DITAHAN

1. Bilamana Capital Gain Tax Rate (t_G) > Personal Tax Rate (t_P) maka pemegang saham lebih memilih pendapatan bersih perusahaan dibagikan pada pemegang saham berupa dividend.
2. Bilamana Capital Gain Tax Rate (t_G) < Personal Tax Rate (t_P) maka pemegang saham lebih memilih pendapatan bersih perusahaan tidak dibagikan pada pemegang saham berupa dividend tetapi diinvestasikan kembali.
3. Bilamana Capital Gain Tax Rate (t_G) = Personal Tax Rate (t_P) maka pemegang saham indifferen terhadap menerima dividend dan diinvestasikan kembali

Contoh 1

suatu perusahaan menghasilkan laba operasi sebelum bunga dan pajak (EBIT) sebesar \$30 juta. Pinjaman perusahaan D_C (suku bunga 12%) sebesar \$80 juta dan pinjaman pada para pemegang saham D_P (bunga 12%) total \$10 juta. Corporate Tax Rate 40%, Capital Gain Tax Rate 15% dan Personal Tax Rate 30%. Hitunglah After Tax Return para pemegang saham, bilamana :

1. Net Income (EAT) perusahaan seluruhnya untuk membayar dividend para pemegang saham
2. Net Income (EAT) perusahaan seluruhnya tidak untuk membayar dividend para pemegang saham tetapi sebagai laba ditahan (diinvestasikan kembali)

	EAT seluruhnya untuk membayar deviden
1 Earning Before Interest and Tax (EBIT)	30.000.000
2 Bunga Pinjaman Perusahaan 12% x \$80.000.000	9.600.000
3 Earning Before Tax	20.400.000
4 Corporate tax payment 40% x \$20.400.000	8.160.000
5 Earning After Tax	12.240.000
6 Bunga Pinjaman pd para pemegang saham 12% x \$10.000.000	1.200.000
7 BeforeTax Return to Stockholder	11.040.000
8 Personal tax payment 30% x \$11.040.000	3.312.000
9 After tax return to stockholder	7.728.000

	EAT di investasikan kembali
1 Earning Before Interest and Tax (EBIT)	30.000.000
2 Bunga Pinjaman Perusahaan 12% x \$80.000.000	9.600.000
3 Earning Before Tax	20.400.000
4 Corporate tax payment 40% x \$20.400.000	8.160.000
5 Earning After Tax	12.240.000
6 Capital Gain tax 15% x \$12.240.000	1.836.000
7 Earning after corporate tax and capital gain tax	10.404.000
8 After personal tax interest payment $= (1-0,3) \times 12\% \times \$10.000.000$	840.000
9 After tax return to stockholder	9.564.000

1. Personal Tax (t_p) = 30% > Capital Gain Tax (t_G) = 15%
2. Bila EAT dibayarkan untuk dividend : After Tax Return = \$7,728,000
3. Bila EAT sebagai laba ditahan : After Tax Return = \$9,564,000

Simpulan : Bilamana $t_p > t_G$ maka para pemegang saham lebih memilih tidak menerima dividend tetapi diinvestasikan kembali (sebagai laba ditahan)

Contoh 2

seorang investor individu, sedang mempertimbangkan pembelian salah satu dari 2 jenis saham yaitu Saham-A dan Saham-B.

Saham-A

Dividend Yield 10 % dan Capital Gain 5 % sehingga total return sebelum pajak (K_{SA}) = 15 %

Saham-B

Dividend Yield 5 % dan Capital Gain 10 % sehingga total return sebelum pajak (K_{SB}) = 15 %

Dividend tax rate (personal tax rate) 40 % dan capital gain tax rate 28 %

Berdasarkan data di atas, saham mana yang akan dibeli oleh investor tersebut ?

Description	Dividend Yield	Capital Gain Rate	Total Return
<u>STOCK-A</u>			
Before Tax Return	10.0%	5.0%	15.0%
Tax	4.0%	1.4%	5.4%
After Tax Return	6.0%	3.6%	9,6%
<u>STOCK-B</u>			
Before Tax Return	5.0%	10.0%	15.0%
Tax 40%	2.0%	2.8%	4.8%
After Tax Return	3.0%	7.2%	10.2%

Berdasarkan analisis, investor akan memilih Saham-B

Contoh 3

Manajemen “Hardin Electronics (HE)” sedang menerapkan dividend policy untuk memaksimalkan harga sahamnya. Dalam analisisnya, manajemen HE mengadopsi 3 teori dividend policy, yaitu Dividend Irrelevance Theory, Bird-in-the Hand Theory dan Tax Preference Theory. Skenario berbagai dividend policy sebagaimana tabel berikut ini :

Payout (%)	Retained (%)	DPS \$	g %	Div Irrelevance Theory			Bird-In-The-Hand Theory			Tax Preference Theory		
				P ₀ (%)	D/P ₀ (%)	K _s (%)	P ₀ (%)	D/P ₀ (%)	K _s (%)	P ₀ (%)	D/P ₀ (%)	K _s (%)
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)
0.00	100.00	0.00	15.00	30.00	0.00	15.00	30.00	0.00	15.00	30.00	0.00	15.00
50.00	50.00	2.25	7.50	30.00	7.50	15.00	35.00	6.43	13.93	25.00	9.00	16.50
100.00	0.00	34.30	0.00	30.00	15.00	15.00	40.00	11.25	11.25	20.00	22.50	22.50

Keterangan :

Book Value = Initial Market Value = \$30/share

ROE = K_s = 15%

EPS = 0.15 x \$30 = \$4.5

g = b x ROE = Retained (%) x ROE

K_s = Dividend Yield (D/P₀) + Capital Gain Rate

Gambar . Dividend Irrelevance, Bird-In-The Hand dan Tax Preference Theory

