

CHAPTER 16

Distributions to Shareholders: Dividends and Repurchases

Pendahuluan

- Tujuan manajemen keuangan: meningkatkan nilai perusahaan
- Keputusan keuangan yg dapat dibuat oleh manajer keuangan perusahaan
 - Pendanaan (*financing*)
 - Investasi (*investing*)
 - Operasi (*operating*)
 - Kebijakan dividen (*dividend policy*)
- Alasan adanya kontroversi dividen:
 - mengapa membayar dividen
 - mengapa tidak membayar dividen,
 - dengan demikian, kebijakan dividen adalah kontroversial.

PENDAHULUAN

- Kata "*dividen*" :
 - biasanya merujuk pada distribusi kas dari laba.
 - Jika berasal dari sumber lain disebut dividen likuidasi ("*liquidating dividend*").
- Bahasan bab 16
 - Theories of investor preferences
 - Signaling effects
 - Residual model
 - Dividend reinvestment plans
 - Stock dividends and stock splits
 - Stock repurchases

Pendahuluan

Aswath Damodaran

First Principles

- Invest in projects that yield a return greater than the minimum acceptable hurdle rate.
 - The hurdle rate should be higher for riskier projects and reflect the financing mix used - owners' funds (equity) or borrowed money (debt)
 - Returns on projects should be measured based on cash flows generated and the timing of these cash flows; they should also consider both positive and negative side effects of these projects.
- Choose a financing mix that minimizes the hurdle rate and matches the assets being financed.
- **If there are not enough investments that earn the hurdle rate, return the cash to stockholders.**
 - The form of returns - dividends and stock buybacks - will depend upon the stockholders' characteristics.

Pembayaran Dividen di BEJ

Tahun	Emiten	% Byr Dividen	Tahun	Emiten	% Byr Dividen
1990	127	63.78	1998	276	17.03
1991	148	60.81	1999	283	40.64
1992	157	69.43	2000	308	26.30
1993	179	66.48	2001	323	32.51
1994	225	67.11	2002	329	37.08
1995	238	91.18	2003	333	37.24
1996	261	85.82	2004	330	40.30
1997	259	34.36	2005	322	32.92

Pembayaran Dividen di BEJ

Tahun	Emiten	% Byr Dividen	Tahun	Emiten	% Byr Dividen
1990	127	63.78	1998	276	17.03
1991	148	60.81	1999	283	40.64
1992	157	69.43	2000	308	26.30
1993	179	66.48	2001	323	32.51
1994	225	67.11	2002	329	37.08
1995	238	91.18	2003	333	37.24
1996	261	85.82	2004	330	40.30
1997	259	34.36	2005	322	32.92

Emiten dan Dividen di BEJ

Tahun	Omisi	Turun	Inisiasi	Naik	Tetap	tdk_bagi	Total
1990	2	2	49	24	6	44	127
1991	11	34	20	31	5	47	148
1992	1	44	20	26	19	47	157
1993	7	55	17	31	16	53	179
1994	1	51	33	45	22	73	225
1995	6	58	72	63	24	15	238
1996	25	94	32	72	26	12	261
1997	148	44	16	24	5	22	259

Emiten dan Dividen di BEJ

Tahun	Omisi	Turun	Inisiasi	Naik	Tetap	tdk_bagi	Total
1998	56	13	11	19	4	173	276
1999	4	23	72	16	4	164	283
2000	62	18	28	26	9	165	308
2001	16	28	40	28	9	202	323
2002	22	29	39	38	16	185	329
2003	21	36	23	46	19	188	333
2004	25	27	34	56	16	172	330
2005	37	37	13	46	10	179	322

Dividen

- Tipe Dividen:
 - **Regular**
Dividen Reguler adalah dividen yang diharapkan perusahaan untuk dipertahankan pembayarannya, biasanya kuartalan (terkadang bulanan, semesteran, atau tahunan).
 - **Extra**
Dividen yang mungkin tidak terulang (*may not to be repeated*).
 - **Special**
Dividen yang tidak mungkin diulang (*unlikely to be repeated*).
 - **Stock Dividend**
Dibayar dalam lembar saham. Sama dengan pemecahan saham (*stock splits*), keduanya meningkatkan jumlah lembar saham yang beredar dan menurunkan harga saham.

Dividen

Tanggal penting berkenaan dengan Dividen:

- **Declaration Date:**

- Tgl diumumkannya pembayaran dividen mendatang oleh direktor perusahaan, meliputi besarnya dividen, tgl *ex-dividend* dan tgl pembayaran, disebut “tgl pengumuman”.
- Stlh diotorisasi, disebut dividen deklarasian & mjd kewajiban legal unt membayarnya.

- **Ex-Date atau ex-dividend date:**

- Tanggal pada saat atau setelah sekuritas diperdagangkan tanpa dividen deklarasian atau distribusi sebelumnya.
- Setelah *ex-date*, dikatakan berdagang suatu saham ex-dividen (*trade ex-dividend*).
- Tgl yang penjual (dan bukan pembeli) sahamnya akan menjadi pemilik dividen yg diumumkan sekarang.
- *ex-date* biasanya dua hari perdagangan sblm tgl pencatatan. Hal ini di- indikasikan dalam surat kabar yang mencatatkan ex-date

Dividen

Tanggal penting berkenaan dengan Dividen:

■ Ex-Dividend:

1. Perdagangan saham ketika dividen deklarasian (*declared dividend*) lebih dimiliki oleh penjual ketimbang pembeli.
2. Saham yg diperdagangkan (*A stock trades ex-dividend*) pada atau stlh tanggal *ex-dividend* (*ex-date*).

■ Payment Date:

1. Tgl penskedulan pembayaran dividen yang dideklarasikan
2. Hanya pemegang saham yg membeli saham sebelum tgl *ex-dividend* yg menerima dividen pd tgl pembayaran.

■ Record Date:

1. Tgl yg ditetapkan oleh penerbit sekuritas unt tujuan penentuan pemilik yg berhak untuk menerima dividen/ pendistribusian.
2. Pd tgl pencatatan (*record date*), persh perlu melihat siapa pemiliknya atau "*holders of record*".
3. Esensinya, tgl pencatatan memastikan cek dividen terkirim pd orang yg berhak.

Dividen--Contoh penanggalan

- Jika anda beli pd *ex-dividend date* (Tuesday), yg hanya dua hari sebelum *date of record*, anda tidak akan menerima dividen sebab nama anda tidak akan tampak dalam buku catatan perusahaan hingga Friday.
- Jika anda ingin beli saham dan menerima dividen, anda perlu beli pd Monday. (ketika saham diperdagangkan dengan dividen, dg sitilah cum dividend).
- Tetapi, jika anda ingin menjual saham dan masih menerima dividen, anda perlu menjual pada atau setelah Tuesday 6th.

*Catatan (di U.S): Aturan berbeda diterapkan jika dividen 25% atau lebih dari nilai sekuritas.

	Ex-Dividend Date		Date of Record	
Monday	Tuesday	Wednesday	Thursday	Friday
5 th	6 th	7 th	8 th	9 th

Dividen dan Return on Stocks

Dividend-Based Approach

- ~ returns = function of dividends and future growth.
- ~ dividend yield = dividend per share / stock price,

Earnings-Based Approach

- ~ melihat rasio *price-to-earnings* (P/E) & kebalikannya: earnings yield (earnings per share ÷ stock price).
- ~ return harapan = the earnings yield
- ~ market's expected long-run real return = current earnings yield.

Yield	Corresponding Valuation Multiple:
Dividend yield = $\frac{\text{Dividend}}{\text{Price}}$	$\frac{\text{Price}}{\text{Dividend}}$
Earnings yield = $\frac{\text{EPS}}{\text{Price}}$	$\frac{\text{Price}}{\text{EPS}} = \frac{P}{E}$

Dividend-Based Approach

- expected total return (%) = dividend yield (%) + expected growth in dividends (%).
- Gordon Growth Model → fair price of a stock (P) = function of the dividend per share (D), the required or expected rate of return (k), and growth in the dividend (g):

Gordon Growth Model	Re-arranged to solve for the expected return (k)
$P = \frac{D}{k - g}$ <p>Where: P = stock price, D = dividend dollars k = the expected return (%) g = growth rate (%)</p>	$k = \frac{D}{P} + g$ <p>k = dividend yield + dividend growth</p>

Dividend-Based Approach: *Estimate the Expected Total Return on Stocks*

- Example:

	Start Dividend at \$3 and Grow at 5%		Stock Price (Div. Payout ÷ Yield)
	Payout	Div. Yield	
Initial Stock Price (Year 0)			\$100.00
Year 1	\$3.15	3%	\$105.00
Year 2	3.31	3%	110.25
Year 3	3.47	3%	115.76
Year 4	3.65	3%	121.55
Year 5	3.83	3%	127.63
<hr/>			
Total at End of Year 5			
Paid Dividends	\$17.41		
Reinvested Dividends	19.14		
<hr/>			
Total Proceeds (Yr 5 Price + Dividends)			\$146.77
Total Annualized Return			8.0%

Earnings-Based Approach : Estimate the Expected Total Return on Stocks

- expected total return (%) = dividend yield (%) + expected growth in dividends (%).

Derivation of Earnings-Based Approach		
Step	Formula	Note
(1) Start with Gordon Growth Model	$P = \frac{D}{k - G}$	(P) = Stock price (D) = Dividend per share (k) = Expected return (G) = Growth in dividends
(2) Introduce Earnings Per Share (E) and Retention Ratio (R)	$P = \frac{E \times (1 - R)}{k - (k \times R)}$	Replace Dividends (D) with: Earnings Per Share (E) times the payout ratio (i.e., 1 – retention rate) Replace Growth (G) with: expected return (k) multiplied by retention ratio (r). The assumption that retained earnings are re-invested at the expected rate of return
(3) Solve for Stock Price (P)	$P = \frac{E \times (1 - R)}{k \times (1 - R)} = \frac{E}{k}$	
(4) Rearrange to solve for expected return (k)	$k = \frac{E}{P}$	Expected Return (k) equals earnings yield (or 1 ÷ P/E ratio)

Estimate the Expected Total Return on Stocks

<i>Earnings-based Approach</i>	<i>Dividend-based Approach</i>
$k = \frac{E}{P}$	$k = \frac{D}{P} + g$
Where k = the expected return (%), E = Earnings Per Share, and P = stock price	Where k = the expected return (%), D = Dividends per share, P = stock price, and g = growth in dividends
<i>Important: both models assume that current valuation levels are correct</i>	

Dividend Policy

- Kebijakan yang digunakan perusahaan untuk menentukan berapa besar persh akan membayar kepada pemegang saham dalam bentuk dividen.
- Beberapa riset dan logika ekonomik menyarankan bahwa kebijakan dividen adalah tidak relevan (dalam teori).

Teori tentang Dividen

Apakah Investor Memilih Pembayaran Tinggi atau Rendah? Ada 3 teori untuk menjawabnya

- **Irrelevant:**
 - Investor tidak peduli bagaimanapun pembayaran dividen dirancang.
- **Bird-in-the-hand:**
 - Investor lebih memilih pembayaran dividen tinggi.
- **Tax preference:**
 - Investor lebih memilih pembayaran dividen rendah untuk mendapatkan pertumbuhan perusahaan dan keuntungan modal (*capital gains*).

Dividend Irrelevance Theory

- Investor memandang tidak berbeda (*indifferent*) antara dividen dan keuntungan modal karena laba ditahan (*retention-generated capital gains*).
 - Jika investor menginginkan kas, mereka dapat menjual saham
 - Jika investor tidak ingin kas, mereka dapat menggunakan dividen untuk membeli saham.
- Modigliani-Miller mendukung *irrelevance*, tetapi teori mereka didasarkan pada asumsi tak realistis:
 - tidak ada pajak atau biaya transaksi, dan oleh karenanya bisa jadi salah.
 - pengharapan homogen, dan pasar sempurna,

Dividend Irrelevance Theory --Pembuktian

Proposisi:

- *Walau dividen itu relevan, akan tetapi kebijakan dividen adalah tidak relevan (While dividends are relevant, the dividend policy is irrelevant).*

Contoh 1

- Anggap perusahaan, dg 100 lembar saham, memiliki arus kas sebesar \$100 dalam periode selanjutnya. Asumsikan bahwa tingkat diskonto = 10%.
- Perhatikan kebijakan dividen perusahaan berikut:
 - 1. Membayar dividen \$1 tiap tahun. Harga saham akan sebesar

$$P_0 = \frac{1}{0.10} = \$10$$

Dividend Irrelevance Theory --Pembuktian

Contoh 1

2. Membayar dividen \$2 periode berikutnya dan membayar sisa sebelumnya.

- Untuk membayar dividen \$2, perusahaan harus menerbitkan utang sebesar \$100 pd tahun berikutnya. Akibatnya, perusahaan harus membayar bunga sebesar

$$\$10 = 10\% \times \$100 \text{ (tingkat diskonto= 10\%.)}$$

dalam periode berikutnya mulai dari tahun 3.

- Hal ini mengimplikasikan bahwa perusahaan hanya memiliki \$90 untuk membayar dividen, atau \$.90 per lembar.
- Dengan demikian, harga saham

$$P_0 = \frac{2}{1 + 0.10} + \frac{1}{1 + 0.10} \times \frac{0.90}{0.10} = \$10$$

Sama seperti sebelumnya.

Dividend Irrelevance Theory --Pembuktian

Contoh 1

3. Membayar tiap pemegang saham 1 lembar saham

- Oleh karenanya perusahaan memiliki 200 lembar saham yang beredar hari ini. Selama tiap pembayaran hak (*entitles*) dividen hanya \$.50, maka perusahaan harus menjual saham pada:

.50

$$P_0 = \frac{\text{-----}}{\text{-----}} = \$5$$

.10

Namun demikian, tiap pemilik awal sekarang memiliki dua lembar saham, kemakmurannya=

$$2 \times P_0 = \$10$$

- akan tak berubah.

Dividend Irrelevance Theory --Pembuktian

Contoh 2

Anggap semua ekuitas suatu perusahaan memiliki arus kas residual (arus kas dikurangi investasi neto) \$2,000. Jika nilai perusahaan (termasuk residual \$2,000) sebesar \$42,000 dan memiliki 1,000 lembar saham yang beredar, perhatikan dua kebijakan dividen perusahaan berikut:

1. *Membayar dividen \$2.*

- Nilai *Ex-dividend* sebesar $\$40,000/1,000=\40
- sehingga kemakmuran pemegang saham sebesar \$42.

2. *Membayar dividen \$3 dan menaikkan \$1,000 dalam ekuitas.*

- Harga *Ex-dividend* adalah $\$39,000/1,000=\39 ;
- jumlah saham baru adalah $\$1,000/39 = 25.64$;
- Harga *Ex-dividend* setelah pendanaan ekuitas baru adalah

$$\begin{array}{r} \$40,000 \\ \text{-----} \\ 1,025.64 \end{array} = \$39$$

- sehingga kemakmuran pemegang saham awal (*original shareholder's wealth*) sebesar $\$39 + \$3 = \$42$
- masih tetap tak berubah.

Bird-in-the-Hand Theory

- Investor berpikir bahwa dividen adalah kurang berisiko daripada potensi keuntungan modal mendatang (*potential future capital gains*),
- Oleh karenanya mereka suka dividen.
- Jika benar demikian, pembayaran dividen tinggi akan berakibat biaya modal (k_s) rendah, dan harga saham (P_0) tinggi.

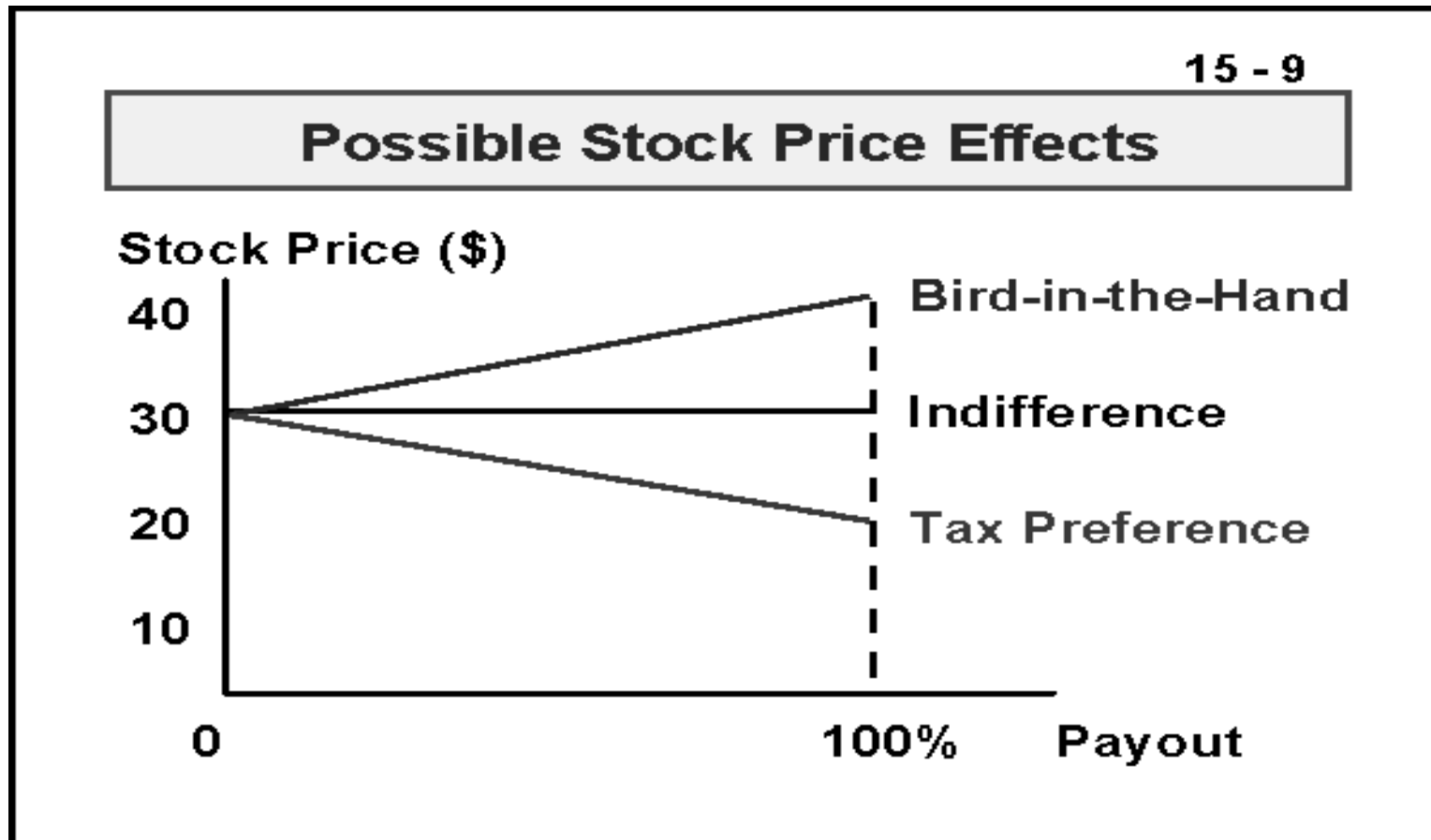
Tax Preference Theory

- Laba ditahan menyebabkan keuntungan modal, yang dipajaki pada tarif lebih rendah daripada dividen (di U.S): maksimum 28% vs. lebih dari 39.6%.
- Pajak keuntungan modal juga ditangguhkan.
- Hal ini dapat menyebabkan investor untuk lebih memilih perusahaan dengan tingkat pembayaran dividen (*payouts*), i.e. pembayaran rendah berakibat k_s (=biaya modal) rendah, sehingga P_0 (harga saham) tinggi.

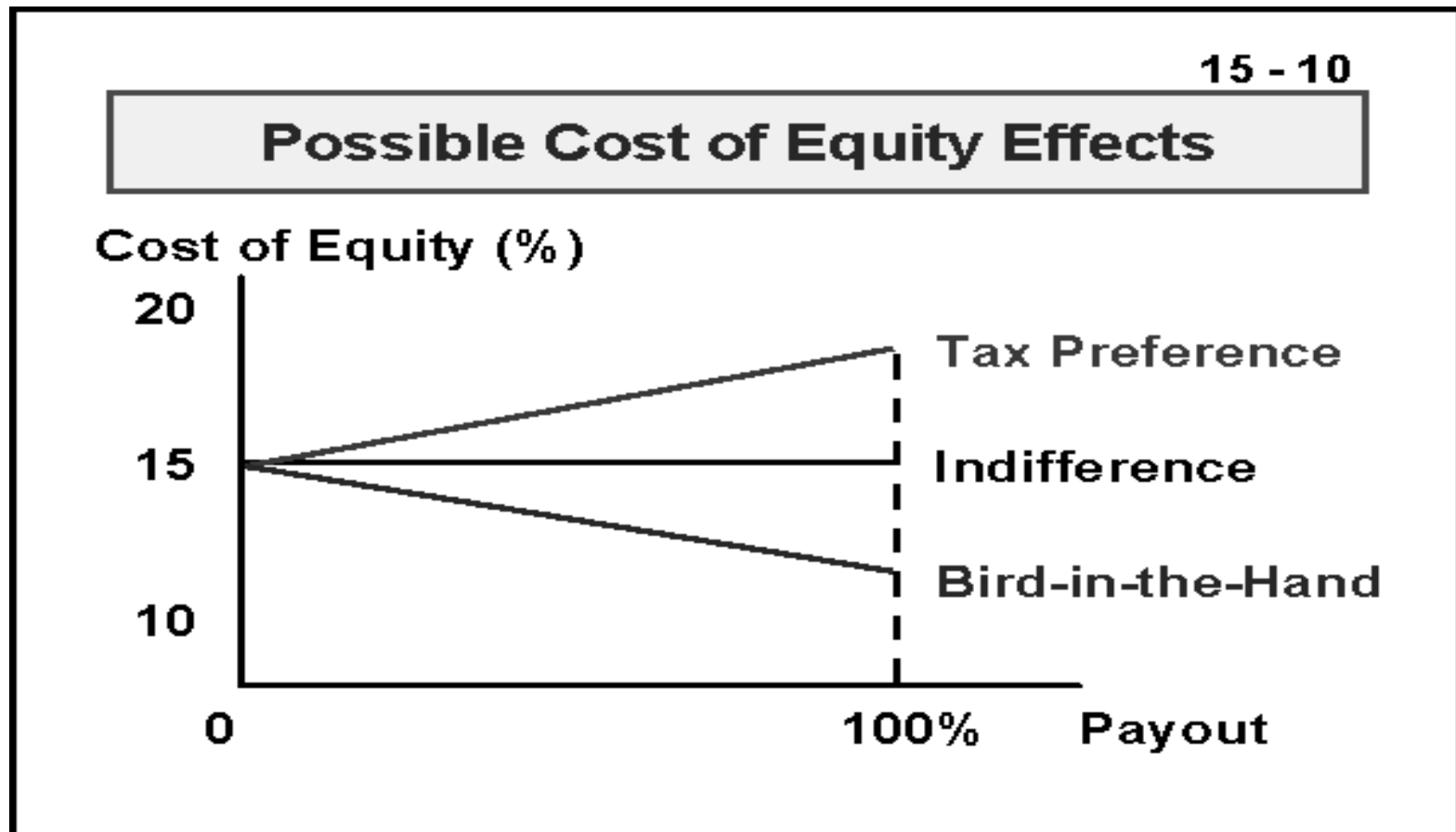
Apa Implikasi Ketiga Teori bagi Manajer?

Teori	Implikasi
Irrelevance	Apapun pembayaran dividen → OK
Bird-in-the-hand	Mengatur pembayaran dividen tinggi
Tax preference	Mengatur pembayaran dividen rendah
Jika ada, mana yang benar?	

Efek Kebijakan Dividen pada Harga Saham



Efek Kebijakan Dividen pada Biaya Modal



Pandangan Perusahaan atas Kebijakan Dividen

■ Lintner (1956):

- mensurvei manajer tentang bagaimana mereka menyusun kebijakan dividennya.
- Umumnya responden menyatakan bahwa ada proporsi target dari laba yang menentukan kebijakan mereka
- Satu perusahaan mungkin membayar 40% dari labanya sebagai dividen, sedangkan yang lain memiliki target sebesar 50%.
- Hasilnya menyarankan bahwa dividen berubah tergantung laba
- Secara empiris dividen lambat menyesuaikan pada perubahan dalam laba.
- Lintner menyarankan suatu model empiris, sehingga perubahan dalam dividen terkait dengan level laba, pembayaran target (*target payout*) dan tingkat penyesuaian.
- Dia berpendapat bahwa perusahaan yang lebih “konservatif” akan lebih lambat menyesuaikan pada pembayaran target jika laba meningkat.

Pandangan Perusahaan atas Kebijakan Dividen

- Lintner menganggap bahwa suatu perusahaan bertahan pada suatu rasio pembayaran target.
 - Pembayaran dividen dalam tahun berjalan (DIV_1) akan sama dengan proporsi laba per lembar saham (*earnings per share* (EPS_1)).
$$DIV_1 = \text{target dividend} = \text{target ratio} \times EPS_1$$
 - Perubahan dividen akan sama dengan
$$DIV_1 - DIV_0 = \text{target change} = \text{target ratio} \times EPS_1 - DIV_0$$
- Perusahaan yang selalu bertahan pada rasio pembayarannya harus mengubah dividennya kapan saja laba berubah. Akan tetapi manajer dalam survei Lintner enggan untuk melakukan hal ini
- Mereka percaya bahwa pemegang saham lebih memilih pertumbuhan yang stabil (*steady progression*) dalam dividen.

Pandangan Perusahaan atas Kebijakan Dividen

- Untuk itu, jika keadaan tampak menjamin peningkatan besar dalam dividen perusahaannya, mereka akan mengubah hanya sebagiannya terhadap pembayaran target mereka
- Perubahan dividen mereka tampak bersesuaian dengan model berikut:
$$\text{DIV}_1 - \text{DIV}_0 = \text{adjustment rate} \times \text{target change} = \text{adjustment rate} \times (\text{target ratio} \times \text{EPS}_1 - \text{DIV}_0)$$
- Semakin konservatif suatu perusahaan, semakin lambat perusahaan itu akan mengubah dividen ke arah targetnya dan semakin lambat tingkat penyesuaiannya (*the lower would be its adjustment rate*).