



ABSTRACT

This study is aimed to find out the reason of dividend policy change in 2000 and its impact to Gudang Garam's capital structure. In 2000, Gudang Garam experienced management change where the member of the Wonowidjojoes did not lead the new management. Dividend payment was achieved 86% of net income and it was the highest dividend rate ever established in Gudang Garam. In the same year, the new management increased the short-term loans from 248 billion rupiahs in 1999 to 2.7 trillion rupiahs.

To find out variables that influence the change of dividend policy, this study will analyze existed tax regulation around 2000. It will also analyze Free Cash Flow and Agency Conflict since the Wonowidjojoes do not lead the new management. Deeper analysis on debt impact will be done as the increase of debt level changes cost of capital that finally influences intrinsic value of the firm. So that this study will look for Gudang Garam's optimal capital structure.

The analysis shows that dividend tax regulation is changed in 2000. The old regulation does not charge tax to dividend paid to other limited liability. The new regulation charges tax to dividend paid to other limited liability if it holds the shares under 25% of total shares and does not have other business activity. Therefore the change of dividend policy is aimed to protect individual shareholders in other limited liability from double taxation. Analysis in FCF shows that in 2000 Gudang Garam has high Free Cash Flow and the new management are not led by the Wonowidjojoes, so that the Free Cash Flow is distributed to shareholders in term of large dividend payment. Analysis on capital structure shows that Gudang Garam achieves optimal capital structure under new management so that cost of capital is lower than before. The low cost of capital will increase the intrinsic value of the firm so that debt increasing actually is aimed to control Gudang Garam new management. This study also finds out that the new management use short-term loans to finance long-term investment.

keywords: *New Management, Dividend Policy, Capital Structure, Dividend Tax Regulation, Free Cash Flow, The Wonowidjojoes, Intrinsic value.*



INTISARI

Studi ini bertujuan untuk mencari alasan perubahan kebijaksanaan deviden pada tahun 2000 dan pengaruhnya terhadap struktur modal Gudang Garam. Pada tahun 2000, Gudang Garam mengalami perubahan manajemen dimana keluarga Wonowidjojo tidak lagi memimpin manajemen. Pembagian deviden yang mencapai 86% dari net income merupakan pembagian deviden yang terbesar yang pernah ada di Gudang Garam. Ditahun yang sama, manajemen baru juga meningkatkan hutang perusahaan dari 248 milyar di tahun 1999 menjadi 2,7 triliun rupiahs.

Untuk mencari variabel yang mempengaruhi kebijaksanaan deviden, studi ini menganalisa peraturan perpajakan yang terkait dengan pajak deviden yang berlaku sekitar tahun 2000. Menganalisa *Free Cash Flow* dan *Agency Conflict* karena manajemen baru tidak dipimpin oleh keluarga Wonowidjojo. Peningkatan hutang yang besar akan mempengaruhi biaya modal yang pada akhirnya mempengaruhi nilai perusahaan. Oleh karena itu, studi ini akan mencari struktur modal Gudang Garam yang optimal.

Hasil dari analisa menunjukkan bahwa ada perubahan peraturan perpajakan deviden. Peraturan yang lama tidak memotong pajak deviden yang dibayarkan kepada PT (Perseroan Terbatas) yang memegang saham PT lain. Peraturan yang baru memotong pajak deviden yang dibayarkan kepada PT yang memegang saham PT lain bila saham yang dipegang kurang dari 25% dan tidak mempunyai usaha lain. Sehingga pembayaran deviden dalam jumlah yang besar ini dapat disebabkan untuk melindungi pemegang saham dari pajak berganda Pada tahun 2000, Gudang Garam juga memiliki *Free Cash Flow* yang tinggi dan manajemen baru tidak dipimpin oleh salah satu anggota keluarga Wonowidjojo, sehingga *Free Cash Flow* itu dikembalikan kepada pemegang saham dalam bentuk pembayaran deviden yang besar. Analisa terhadap struktur modal menunjukkan bahwa selama dikendalikan oleh manajemen baru, Gudang Garam memiliki struktur modal yang optimal sehingga biaya modal dapat ditekan kebawah. Dengan rendahnya biaya modal maka nilai intrinsik perusahaan akan meningkat sehingga sebenarnya peningkatan hutang digunakan untuk mengendalikan manajemen baru. Studi ini juga menemukan bahwa manajemen baru menggunakan hutang jangka pendek untuk membiayai investasi jangka panjang.

Kata kunci: *Manajemen Baru, Kebijaksanaan Deviden, Struktur Modal, Peraturan Perpajakan Deviden, Free Cash Flow, Keluarga Wonowidjojo, Nilai Intrinsik.*