

**ANALISIS HUBUNGAN PEMEGANG SAHAM DENGAN PERUSAHAAN
PADA KEBIJAKAN DIVIDEN**

**ANALYSIS OF RELATIONSHIP WITH SHAREHOLDERS WITH COMPANIES
ON DIVIDEND POLICY**

Sjafrudin

Program Studi Magister Ekonomi Syariah, Fakultas Ekonomi dan
Bisnis Islam, Universitas Islam Negeri Sunan Kalijaga
sjafruddinseuriget@gmail.com

Ali Muhayatsyah

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam, IAIN Lhokseumawe
muhayatsyah@gmail.com

Abstract

Signaling theory explains that dividend policy is information that has value. The market will react positively if there is a dividend increase. Increasing dividend payments will be followed by an increase in stock prices, because the company has value. Announcement of dividends is responded by the market quickly when there is an abnormal return at the time of the announcement (informationally efficient market). If investors react to the information content of dividend announcements that have economic value and have a positive impact on the company, then the reaction is the right reaction (decisionally efficient market).

Keyword: Dividend Policy, Signaling Theory, Efficient Market..

A. Pendahuluan

Pembagian dividen merupakan masalah yang sering kali menjadi topik pembicaraan yang hangat di antara para pemegang saham dan juga pihak manajemen perusahaan, bahkan cenderung terjadi kontroversi antara pemegang saham dan perusahaan. Berbagai macam kontroversi yang ada adalah antara pendapat bahwa kebijakan dividen tidak mempengaruhi nilai perusahaan, yang diajukan oleh Miller dan Modigliani yang sering disebut teori dividen tidak relevan, sementara argumen lain menyatakan bahwa dividen yang tinggi akan meningkatkan nilai perusahaan, dan argumen terakhir yang menyatakan bahwa dividen yang rendah akan meningkatkan nilai perusahaan. (Hanafi, 2004: 361-363)

Ditinjau dari kepentingan perusahaan, pendapat yang pertama dan yang ketiga yaitu bahwa kebijakan dividen tidak relevan dengan nilai perusahaan dan dividen yang rendah akan meningkatkan nilai perusahaan.

Hal ini dikarenakan perusahaan tidak perlu mempersiapkan pengeluaran yang tinggi untuk pembayaran dividen, sehingga dividen yang seharusnya dibagikan dapat digunakan untuk modal perusahaan.

Di lain pihak, ditinjau dari kepentingan pemegang saham, pendapat kedua yang lebih disukai, yaitu dividen yang tinggi akan membantu mengurangi ketidakpastian, yang berarti mengurangi risiko, yang pada gilirannya mengurangi tingkat keuntungan yang diisyaratkan oleh pemegang saham. Pembayaran dividen yang tinggi tersebut dapat mengurangi ketidakpastian investor. Sebaliknya jika dividen dikurangi atau tidak dibayarkan, tingkat ketidakpastian investor akan meningkat dan mengurangi nilai saham. Perusahaan akan mempunyai banyak pertimbangan yang kadang kala bertentangan dengan harapan dari pemegang saham. Ketika terjadi pertentangan seperti ini, segala pendapat dan teori yang berkaitan dengan dividen seakan-akan tidak menjadi berguna, karena keputusan akhir membagikan dividen berada sepenuhnya di tangan manajemen perusahaan emiten, khususnya RUPS.

Terkait dengan pembagian dividen, terkadang faktor fundamental seperti tingkat kinerja keuangan misalnya, tidak dipertimbangkan dalam pembagian dividen. Dengan kata lain pembagian dividen tergantung sepenuhnya kepada kebijakan RUPS. Dividen merupakan bagian dari laba yang dibagikan kepada investor. Secara umum terdiri dari dua tipe, yaitu dividen kas dan dividen nonkas. Untuk dividen non kas, ada dividen saham (*stock dividend*) dan *stock splits* (pemecahan saham) (Hanafi, 2004: 123). Dari kedua jenis dividen tersebut, dividen kas merupakan salah satu faktor penarik bagi para investor maupun calon investor yang akan menanamkan dananya pada sekuritas perusahaan tertentu. Hal ini sesuai dengan teori yang mengasumsikan bahwa dividen kas yang diterima saat ini lebih mampu mengurangi risiko ketidakpastian. Argumentasinya adalah dividen di masa mendatang akan lebih berisiko dibandingkan dengan dividen yang dibayarkan saat ini (Hanafi, 2004: 366). Oleh karena itu, perhatian perusahaan (manajemen) terhadap faktor-faktor yang dapat mempengaruhi dan mampu merealisasikan pencapaian dividen kas yang optimal perlu diupayakan.

Tujuan pembagian dividen adalah untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Selain itu dividen menunjukkan likuiditas suatu perusahaan, untuk memenuhi kebutuhan para pemegang saham akan pendapatan riil, serta sebagai alat komunikasi antara manajer dan pemegang saham. Setiap perubahan dalam kebijakan pembayaran dividen akan memiliki dua dampak yang berlawanan. Dua dampak ini menggambarkan dua kepentingan yang berbeda antara para investor dan perusahaan. Apabila perusahaan berencana untuk membayarkan dividen dengan persentase yang besar, maka kepentingan atas cadangan perusahaan akan terabaikan. Sebaliknya, apabila perusahaan berkeinginan untuk menahan laba, maka kepentingan para pemegang saham akan uang kas juga menjadi terabaikan.

Berdasarkan paparan di atas, tulisan ini mencoba menganalisis bagaimana hubungan antara pemegang saham dengan perusahaan pada kebijakan dividen menurut teori sinyal. Kemudian menganalisis bagaimana keputusan yang diambil oleh pelaku pasar mengenai informasi kebijakan dividen dengan menggunakan pendekatan konsep pasar efisien secara informasi dan keputusan. Tulisan merupakan penelitian pustaka dengan menganalisis pengembangan teori dividen dengan melihat hasil penelitian yang pernah dilakukan para ahli yang dihubungkan dengan teori kebijakan dividen. Kemudian melakukan analisis pola reaksi pasar terhadap kandungan informasi kebijakan dividen dalam pencapaian investor kepada pembentukan pasar efisien.

B. *Signaling Theory* Terhadap Kebijakan Dividen

Dalam literatur manajemen keuangan, salah satu teori yang digunakan untuk menjelaskan fenomena mengapa perusahaan membagikan dividen yaitu teori sinyal. Prinsip *signaling theory* mengajarkan bahwa setiap tindakan mengandung informasi. Hal ini disebabkan karena adanya asimetris informasi (*asymmetric information*). *Asymmetric information* adalah kondisi di mana suatu perusahaan memiliki informasi yang lebih banyak dari pihak lain. (Arifin, 2005: 11)

Teori sinyal ini juga menjelaskan hubungan informasi asimetri dengan kebijakan dividen. Adanya informasi asimetri antara pemegang saham dan manajemen karena perubahan pembayaran dividen akan berdampak pada

reaksi harga saham di pasar. *Signaling theory* memprediksikan semakin tinggi tingkat informasi asimetri semakin tinggi juga tingkat pembagian dividen. Pembayaran dividen merupakan sinyal bagi pemegang saham mengenai prospek perusahaan di masa mendatang. Jika perusahaan merasa bahwa prospek di masa mendatang baik, pendapatan, aliran kas diharapkan meningkat atau diperoleh pada tingkat dimana dividen yang meningkat tersebut dapat dibayarkan, maka perusahaan akan meningkatkan dividen. (Hanafi, 2004: 371)

Menurut teori sinyal, ada kecenderungan harga saham akan naik jika ada pengumuman kenaikan dividen, dan harga saham akan turun jika ada pengumuman penurunan dividen. Peningkatan dividen seringkali diikuti dengan peningkatan harga saham, sebaliknya penurunan dividen umumnya menyebabkan penurunan harga saham. Peningkatan dividen dari biasanya dapat menjadi sinyal kepada investor bahwa manajemen memperkirakan laba di masa mendatang lebih baik. Teori sinyal juga memprediksi bahwa perusahaan yang paling tinggi profitabilitas dan pertumbuhannya akan membayarkan dividen tinggi. Ketika tingkat pertumbuhannya mulai menurun dan perusahaan yang tingkat pertumbuhannya tinggi justru tidak membayarkan dividen sama sekali. Perubahan dividen memberikan informasi tentang ekspektasi manajer perusahaan terhadap *earnings* saat ini dan yang akan datang. (Arifin, 2005: 12-13)

Pengumuman dividen seringkali dianggap apabila informasi pasar bereaksi pada saat pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi tersebut dapat berupa reaksi positif dan reaksi negatif. Pasar akan bereaksi positif bila terjadi kenaikan dividen dan pasar akan bereaksi negatif bila terjadi penurunan dividen. Akibat dari pengumuman dividen tersebut maka harga saham akan mengalami penyesuaian.

Beberapa penelitian menunjukkan bahwa pengumuman dividen direspon oleh pasar dengan cepat. Penelitian-penelitian ini sebagian besar berdasarkan teori sinyal (*signaling theory*), yaitu pasar percaya bahwa emiten yang mempunyai prospek baik yang mampu menghasilkan laba di masa depan saja yang dapat membayar dividen. Oleh karena pasar percaya bahwa

pembayar dividen adalah perusahaan yang berprospek, maka mereka mereaksinya dengan positif. (Hartono, 2005: 162)

Pembayaran dividen dapat digunakan sebagai sinyal bahwa perusahaan telah menunjukkan kinerjanya dengan baik dan penurunan dividen menunjukkan kinerja perusahaan yang buruk. Pada dasarnya, perusahaan cenderung meningkatkan dividen jika terdapat tingkat profitabilitas yang tinggi di masa depan dan menurunkan dividen jika manajemen yakin bahwa tidak terdapat *cash flows* yang dapat mendukung pembayaran dividen. Perubahan pembayaran dividen ini mengandung informasi yang memungkinkan investor merevisi prediksi mereka tentang prospek perusahaan dan akibatnya terjadi penyesuaian harga saham ketika perubahan dividen diumumkan. Hal ini disebabkan karena pada umumnya peningkatan dividen diinterpretasi sebagai sebuah kebijakan yang mengandung informasi baik dalam kaitannya dengan prospek perusahaan di masa mendatang.

Namun demikian, peningkatan dividen dapat pula menjadi sinyal negatif bagi investor. Perusahaan yang meningkatkan pembayaran dividen dapat dianggap sebagai perusahaan yang sudah tidak berprospek di masa mendatang, karena dividen pada dasarnya adalah sisa dana yang dibagikan. Oleh karena kebutuhan reinvestasi sudah terpenuhi, maka dividen yang tinggi dapat mengandung arti tidak adanya investasi yang prospektif di masa mendatang.

Salah satu contoh perusahaan dapat memberikan sinyal kepada pihak luar adalah dengan membayarkan dividen tunai dalam jumlah yang relatif besar. Dividen yang besar memang akan mengurangi jumlah *capital expenditure* sehingga pertumbuhan perusahaan mungkin akan terganggu namun karena kinerja perusahaan bagus, perusahaan tetap dapat menghasilkan laba bahkan masih tetap tumbuh.

Investor yang paham dan berpikir rasional akan memberi nilai yang lebih tinggi pada perusahaan yang membagikan dividen besar dan memberi nilai rendah pada perusahaan yang dividennya rendah atau dapat diistilahkan dengan *separating equilibrium*. Selain dividen, keputusan manajer yang juga dapat dijadikan sinyal bahwa perusahaan berkinerja baik adalah ketika

perusahaan memutuskan mengambil dana dari eksternal untuk membiayai suatu proyek merupakan sinyal bahwa proyek tersebut memiliki nilai intrinsik yang tinggi. Penambahan hutang baru juga dapat menjadi sinyal karena hanya perusahaan yang prospek pendapatan relatif stabil yang berani menambah hutang. (Arifin, 2005: 12)

C. Kebijakan Dividen dalam Praktik

Dividen merupakan pembagian sisa laba bersih perusahaan yang di distribusikan kepada pemegang saham atas persetujuan RUPS. Dividen digunakan investor sebagai informasi mengenai prestasi perusahaan dimasa mendatang, dividen menyampaikan pengharapan-pengharapan manajemen mengenai masa depan (Halim, 2005:92). Dalam (Saharuddin, 2012: 240) menjelaskan bahwa pembayaran dividen dilakukan dengan beberapa cara:

1. Dividen dibayarkan sebesar-besarnya. Pembayaran dividen yang tinggi dianggap perusahaan mempunyai prospek tingkat keuntungan yang baik sehingga mempengaruhi harga saham. Sebaliknya, penurunan pembayaran dividen dari biasanya dianggap perusahaan mempunyai prospek tingkat keuntungan yang kurang baik. Penurunan dividen dapat berdampak banyak pemegang saham akan menjual saham yang dimilikinya, sehingga harga saham menjadi turun.
2. Dividen dibayarkan sekecil-kecilnya. Pada kasus ini, kadangkala bila dianggap perlu dividen tidak dibayarkan sehingga laba ditahan sebesar-besarnya. Hal ini dihadapkan pada adanya *floatation cost* dan tarif pajak dividen yang lebih tinggi daripada tarif pajak *capital gain*. Hal tersebut dapat mendorong pemegang saham untuk menginvestasikan keuntungan yang diperoleh daripada membagikan dalam bentuk dividen. Investasi yang menguntungkan akan dapat meningkatkan harga saham, yang berarti pemegang saham mendapatkan *capital gain*.
3. Dividen dibayarkan setelah semua kesempatan investasi yang memenuhi persyaratan dibelanjai. Pendapat ini beranggapan bahwa tidak ada pajak perseorangan atau perusahaan, tidak ada *floatation cost*, kebijakan dividen tidak mempengaruhi biaya modal sendiri, dan keputusan investasi terpisah dari keputusan pendanaan. Jika investasi menghasilkan pengembalian yang lebih besar daripada pengembalian yang disyaratkan

maka pemegang saham akan lebih suka jika perusahaan menahan laba. Namun, jika hasil pengembalian lebih kecil maka pemegang saham lebih suka jika laba dibagikan dalam bentuk dividen.

Banyak perusahaan yang memilih untuk menggunakan laba bersih untuk dibayarkan sebagai dividen untuk menghindari penurunan nilai perusahaan melalui investasi yang tidak menguntungkan. Pembayaran dividen dapat memperkuat posisi perusahaan dalam mencari tambahan dana di pasar modal. pembayaran dividen juga untuk memenuhi keinginan investor yang lebih menyukai pembagian dividen.

Menurut Atmaja (2001) dalam prakteknya ada beberapa faktor yang mempengaruhi manajemen dalam menentukan kebijakan dividen diantaranya adalah perjanjian hutang, pembatasan saham preferen, fluktuasi laba, pengendalian, ketidakcukupan laba, ketersediaan kas, kebutuhan dana untuk investasi. Hal ini dapat dikatakan bahwa kebijakan dividen dapat memberikan sinyal bagi perusahaan.

Dibalik keinginan pemegang saham yang cenderung menyukai dividen yang dibagikan dalam jumlah besar karena memiliki tingkat kepastian, disisi lain bagi perusahaan kurang menyukai pembagian dividen yang tinggi karena akan mengurangi utilitas manajemen yang disebabkan oleh semakin kecil dana yang berada dalam pengendaliannya. Perusahaan akan cenderung menahan laba kecuali mengetahui bahwa dana tersebut tidak memberikan *net present value* yang positif pada tambahan investasi. (Mardiana: 22-23)

Jika perusahaan memutuskan untuk membagikan dividen maka harus memiliki keyakinan bahwa perusahaan akan memiliki profitabilitas yang baik di masa mendatang. Bagi investor prospek perusahaan dapat dinilai dari pembagian dividen perusahaan, hal tersebut menjadi indikator bahwa perusahaan berkinerja baik. Kondisi seperti ini diharapkan perusahaan membagikan dividen dengan jumlah yang relatif stabil atau meningkat secara teratur, karena investor menyukai dividen yang tidak berfluktuatif (stabil).

Perusahaan diharapkan dapat mempertahankan pembayaran dividen meskipun perusahaan mengalami kinerja yang menurun. Pembagian dividen dapat dilakukan dengan model *residual dividend* dengan mempertimbangkan kesempatan investasi perusahaan, mempertimbangkan target struktur modal

perusahaan yang dibutuhkan untuk investasi, memanfaatkan laba ditahan untuk memenuhi kebutuhan modal perusahaan, dan membayar dividen jika ada sisa laba. Perusahaan cenderung akan menghindari menerbitkan saham baru karena menambah biaya emisi saham (*floating cost*) dan sering terjadi salah pengertian dikalangan investor sebagai perusahaan yang sedang mengalami kesulitan. (Mardiana: 25)

D. Kebijakan Dividen dan Pembentukan Pasar Efisien

Konsep pasar efisien pertama kali dikemukakan dan dipopulerkan oleh Fama (1970). Suatu pasar dikatakan efisien apabila investor individu maupun investor institusi, tidak mampu memperoleh *return* tidak normal (*abnormal return*), setelah disesuaikan dengan risiko, dengan menggunakan strategi perdagangan yang ada. Artinya, harga-harga yang terbentuk di pasar merupakan cerminan dari informasi yang ada atau "*stock prices reflect all available information*". Ekspresi yang lain menyebutkan bahwa dalam pasar yang efisien harga-harga aset atau sekuritas secara cepat dan utuh mencerminkan informasi yang tersedia tentang aset atau sekuritas tersebut. (Gumanti dan Utami, 2002: 56)

Kebijakan dividen merupakan bentuk kandungan informasi yang terjadi pada pasar. Pasar akan merespon apakah informasi dividen tersebut mengandung sebuah informasi atau tidak, jika sebuah peristiwa tidak membawa informasi, maka dikatakan bahwa peristiwa tersebut tidak mempunyai kandungan informasi. Pengujian efisien pasar setengah kuat dilakukan setelah pengujian kandungan informasi dari suatu peristiwa.

Pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi dari sebuah pengumuman. Jika pengumuman dividen mengandung informasi, pasar diharapkan akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga sekuritas bersangkutan. Reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan *abnormal return*. Jika *abnormal return* digunakan, maka dapat dikatakan bahwa suatu pengumuman yang mempunyai kandungan informasi akan memberikan *abnormal return* kepada pasar. (Jogiyanto, 2005: 63)

Beberapa hasil penelitian tentang yang mengatakan bahwa dividen mengandung informasi yang berguna bagi investor dalam membuat

keputusan investasi. Penelitian Watts (1973, 1976), Ang (1975) dan Gonedes (1978) tidak menemukan bukti bahwa dividen mengandung informasi. Namun lain dengan penelitian oleh Laub (1976), Charest (1978), Aharony dan Swary (1980), Woolridge (1982), Asquith dan Mullins (1983), Venkatesh dan Chiang (1986), Healy dan Palepu (1988), Cahng dan Chen (1993), Eddy dan Seifert (1992) dan Mande (1994), menemukan bahwa dividen yang diumumkan mengandung informasi sehingga bisa mempengaruhi volume perdagangan saham. (Jogiyanto, 2005: 67)

Penelitian-penelitian ini sebagian besar mendukung teori sinyal (*signaling theory*), yaitu pasar percaya bahwa perusahaan yang memiliki prospek baik yang mampu menghasilkan laba di masa depan dengan melihat kemampuan perusahaan dalam membayarkan dividen. Pasar percaya bahwa perusahaan pembayar dividen merupakan perusahaan berprospek, maka akan menghasilkan reaksi yang positif. Maka pasar tersebut dapat dikatakan efisien secara informasi tergantung seberapa cepat pasar bereaksi pada peristiwa pembagian dividen. Jika pasar bereaksi cepat pada hari pengumuman dikarenakan yakin bahwa kebijakan dividen mempengaruhi nilai perusahaan, maka dapat dikatakan pasar telah terbentuk secara efisien secara informasi. Jika reaksi pasar lama dan berkepanjangan pada hari pengumuman maka pasar tersebut belum efisien secara informasi.

Menurut Jogiyanto, pengujian pasar efisien secara keputusan membutuhkan empat faktor, yaitu *abnormal return*, kecepatan reaksi, nilai ekonomi dan ketepatan reaksi atau ketepatan keputusan. *Abnormal return* digunakan untuk menguji kandungan informasi suatu pengumuman. Kecepatan reaksi digunakan untuk menguji efisiensi pasar secara informasi. Dua faktor lainnya, yaitu nilai ekonomis dan ketepatan keputusan, digunakan untuk menguji efisiensi pasar secara keputusan. (Jogiyanto, 2005: 122)

Untuk melakukan keputusan yang benar, pasar harus dapat memahami nilai ekonomis suatu peristiwa. Nilai ekonomis adalah nilai yang dikandung oleh suatu peristiwa yang mempengaruhi perubahan nilai perusahaan yang berhubungan dengan peristiwa tersebut. Pengumuman dividen dapat dikatakan memiliki nilai ekonomis jika perusahaan mengalami pertumbuhan pada saat peristiwa tersebut, misalnya perusahaan dengan laba

yang meningkat pada saat pengumuman dividen dapat dikatakan sebuah informasi yang memiliki nilai ekonomis. Jika pasar bereaksi dengan positif maka reaksi tersebut sudah tepat dan bisa dikatakan pasar telah efisien secara keputusan.

Efisiensi pasar secara keputusan dapat mengubah kesimpulan yang diberikan oleh efisiensi pasar secara informasi. Sebagai contoh, ketika emiten mengumumkan pembayaran dividen dan pasar bereaksi dengan penuh (terjadi *abnormal return* yang positif) dan cepat, maka pasar dikatakan efisien bentuk setengah kuat secara informasi. Seharusnya pasar hanya bereaksi positif terhadap emiten-emiten yang mempunyai prospek menghasilkan laba di masa depan. Pasar seharusnya tidak bereaksi atau bahkan bereaksi negatif untuk mempenalti perusahaan tidak berprospek yang mencoba menipu pasar dengan membayar dividen. Perusahaan yang tidak berprospek akan mengalami kesulitan di masa depan karena sulit menghasilkan laba. Hasil penelitian Jogiyanto dan Setiawan (2002) menunjukkan bahwa pasar masih keliru dengan merespon secara positif perusahaan tidak berprospek yang membayar dividen. (Jogiyanto, 2005: 166)

Investor yang cerdas mampu menganalisis informasi lebih lanjut untuk menentukan apakah informasi memberikan sinyal yang sah dan dapat dipercaya, sedangkan investor yang tidak cerdas akan menerima informasi tanpa menganalisis lebih lanjut. Penelitian yang dilakukan (Hand 1990; Utama dan Cready 1997; Walther 1997; El-Gazzar 1998; atau Bartov et al. 2000a) menjelaskan bahwa kepemilikan institusi bisa dijadikan sebagai proksi kecerdasan investor karena investor institusi memiliki informasi privat yang lebih banyak dan memiliki tim analis yang lebih canggih untuk menganalisis informasi daripada investor individu (Mayer 1988; Shiller dan Pound 1989; atau Yunker dan Krehbiel 1988). Alasan lain adalah karena investor institusi siap melakukan investasi pada sejumlah besar perusahaan (Bartov et al. 2000a). (Joni dan Jogiyanto, 2005: 9)

Beberapa fakta empiris menunjukkan beberapa hal yang sering bertentangan dengan *signaling theory*. Pertama adalah hubungan perubahan dividen dengan perubahan laba sering berlawanan dengan prediksi, sehingga sinyal yang dihasilkan tidak berpengaruh terhadap pertumbuhan perusahaan

di masa mendatang. Kedua, pasar tidak dapat menangkap sinyal pengumuman dividen dengan akurat. Bagi pemegang saham, dividen bukan merupakan preferensi dari pada *capital gains*. Perubahan dividen yang naik turun digambarkan sebagai sinyal bahwa manajemen mengharapkan penghasilan pada masa depan berubah dengan arah yang sama. Perubahan dividen positif memberikan sinyal pendapatan masa depan positif, dividen negatif memberikan sinyal pendapatan masa depan negatif. (Pranowo, 2010: 139)

E. Kesimpulan

Investor memandang perubahan dividen sebagai sinyal peramalan laba oleh perusahaan. Pembayaran dividen merupakan sebuah informasi yang positif dan bernilai karena diasumsikan penilaian terhadap perusahaan dapat bertumbuh. Investor akan menggunakan pengumuman dividen sebagai informasi untuk menilai harga saham perusahaan. Teori sinyal dapat dijadikan kerangka teori bagi para peneliti terkait dengan kandungan informasi kebijakan dividen. Seorang manajer akan menggunakan dividen untuk menginformasikan kualitas pendapatan perusahaan kepada investor.

Pengujian efisiensi pasar secara informasi terhadap pengumuman dividen pada perusahaan dilakukan dengan melihat kecepatan reaksi pasar jika terdapat *abnormal return* terhadap pengumuman dividen. Tetapi informasi yang tersedia tidak menjamin terjadinya pasar yang efisien, pelaku pasar harus menginterpretasikan dan menganalisis informasi tersebut memiliki nilai ekonomis atau dalam istilah lainnya pelaku pasar harus canggih agar dapat menikmati *abnormal return* sehingga keputusan investasi menjadi tepat.

F. Saran

1. Penelitian ini lebih fokus pada analisis konsep teori dalam menjelaskan peristiwa kebijakan dividen. Pada penelitian selanjutnya perlu dilakukan penelitian mengenai kebijakan dividen baik faktor yang mempengaruhinya atau pengujian efisiensi pasar pada studi peristiwa (*event study*) pengumuman dividen agar dapat memperkuat penjelasan teoretis pada penelitian ini terutama dalam pembentukan pasar efisien secara informasi.

2. Perlu penelitian yang lebih beragam mengenai pengujian pasar efisien secara keputusan, misalnya dengan memasukkan informasi seperti peristiwa merger, perubahan metode akuntansi, *Initial Public Offerings* (IPO), perubahan laba, *stock split*, *spinoffs* dan lainnya untuk menguji bentuk pasar efisien secara keputusan.

DAFTAR PUSTAKA

- Arifin, Zaenal, Teori Keuangan dan Pasar Modal, Yogyakarta: Ekonisia, 2005.
- Gumanti, Tatang Ary dan Elok Sri Utami, Bentuk Pasar Efisien dan Pengujiannya, Jurnal Akuntansi & Keuangan Jurusan Ekonomi Akuntansi, Fakultas Ekonomi - Universitas Kristen Petra Vol. 4, No. 1, Mei 2002: 54 – 68.
- Halim, Abdul, Analisis Investasi, Jakarta: Salemba Empat, 2005.
- Hanafi, Mamduh M, Manajemen Keuangan, Yogyakarta: BPF, 2004.
- Hartono, Jogiyanto, Pasar Efisien Secara Keputusan, Jakarta: PT Gramedia Pustaka Utama, 2005.
- Joni dan Jogiyanto, Hubungan Manajemen Laba Sebelum IPO dan Return Saham dengan Kecerdasan Investor Sebagai Variabel Pemoderasi, Simposium Nasional Akuntansi XI, (2008).
- Mardiana, Kebijakan Dividen dalam Perspektif Signaling Theory, makalah. 2013.
- Pranowo, Bambang, Kebijakan Dividen dan Hambatannya, Jurnal Ekonomi Bisnis, Vol. 15 No. 2 Juli 2010.
- Saharuddin, Analisis Volume Perdagangan Saham Perbankan yang Mengumumkan Dividen di Bursa Efek Indonesia, Jurnal Ekonomika Indonesia, Volume 1, Nomor 2, Desember 2012.