

Meta-Analisis Teori Sinyal: Pengaruh Pengumuman Dividen dan Sinyal Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan

Sunaryono¹, Tia Apriani²
Institut Bisnis dan Ekonomi Indonesia, Pontianak^{1,2}

ARTICLE INFO

Article history:

Received: 2025,10-12

Revised 2025, 11-02

Accepted, 2025,11-24

Keywords:

Teori Sinyal; Pengumuman
Dividen; Kepemilikan
Manajerial; Nilai Perusahaan;
Meta-Analisis.

ABSTRACT

Penelitian ini menganalisis pengaruh sinyal dividen dan sinyal kepemilikan terhadap nilai perusahaan melalui meta-analisis. Berbagai studi sebelumnya menunjukkan hasil yang tidak konsisten mengenai efektivitas kedua sinyal tersebut dalam mengurangi asimetri informasi. Meta-analisis dilakukan terhadap 30 artikel terpublikasi dengan mengonversi statistik penelitian menjadi ukuran efek korelasi (r) dan dianalisis menggunakan model random-effects. Hasil penelitian menunjukkan bahwa sinyal dividen dan kepemilikan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, dengan ukuran efek keseluruhan $r = 0.21$. Sinyal dividen memiliki pengaruh lebih kuat ($r = 0.24$) dibandingkan sinyal kepemilikan ($r = 0.17$). Analisis moderator menunjukkan bahwa tipe pasar, metode penelitian, dan jenis sinyal memengaruhi variasi ukuran efek. Pengujian bias publikasi tidak menemukan indikasi bias yang signifikan. Temuan ini menegaskan relevansi Teori Sinyal dalam menjelaskan reaksi pasar terhadap keputusan keuangan dan memberikan implikasi penting bagi pengambil keputusan di pasar modal.

This study examines the impact of dividend announcements and ownership signals on firm value using a meta-analytic approach. Prior empirical research reports inconsistent findings regarding the effectiveness of these signals in reducing information asymmetry. A total of 30 published studies were synthesized by converting reported statistics into correlation-based effect sizes (r) and analyzing them using a random-effects model. The results indicate that dividend and ownership signals have a positive and significant influence on firm value, with an overall effect size of $r = 0.21$. Dividend signals show a stronger effect ($r = 0.24$) than ownership signals ($r = 0.17$). Moderator analysis reveals that market type, research method, and signal category contribute to variations in effect sizes. Publication bias tests show no significant bias. These findings reaffirm the relevance of Signaling Theory in explaining market reactions to financial decisions and offer practical implications for corporate decision-makers and investors..

This is an open access article under the [CC BY-SA](#) license



Corresponding Author:

Sunaryono,
Institut Bisnis dan Ekonomi Indonesia
Email : sunaryono@ibe.ac.id

Pendahuluan

Nilai perusahaan merupakan salah satu konsep fundamental dalam keuangan korporasi karena mencerminkan persepsi investor mengenai prospek, profitabilitas, risiko, dan kemampuan perusahaan dalam menciptakan nilai di masa depan. Dalam pasar modal yang semakin kompetitif dan didorong oleh informasi, investor mengandalkan data dan sinyal yang kredibel untuk mengambil keputusan investasi. Namun, permasalahan asimetri informasi yaitu kondisi ketika manajemen memiliki informasi yang jauh lebih lengkap dibandingkan investor eksternal tetap menjadi tantangan klasik dalam teori keuangan modern. Ketimpangan informasi ini membuat investor harus menafsirkan informasi yang terbatas dan menilai keputusan manajerial berdasarkan tindakan yang dapat diamati.

Dalam situasi seperti ini, Teori Sinyal (*Signaling Theory*) berperan penting sebagai landasan teoretis untuk menjelaskan bagaimana perusahaan mengkomunikasikan informasi yang sulit diamati kepada pasar. Teori ini pertama kali diperkenalkan oleh Spence (1973) dan dikembangkan lebih lanjut oleh Ross (1977) dalam konteks keuangan korporasi. Teori sinyal menjelaskan bahwa manajer dapat mengirimkan

sinyal melalui keputusan yang memiliki biaya, kredibilitas, atau implikasi tertentu, sehingga tidak mudah ditiru oleh perusahaan berkualitas rendah. Dua sinyal utama yang paling banyak diteliti adalah pengumuman dividen dan kepemilikan manajerial.

Pengumuman dividen merupakan sinyal yang kuat karena melibatkan pengeluaran kas yang nyata. Peningkatan dividen sering diartikan investor sebagai sinyal positif mengenai kestabilan arus kas dan optimisme manajemen terhadap kinerja masa depan. Sebaliknya, penurunan dividen sering dipersepsikan sebagai sinyal negatif terkait risiko penurunan profitabilitas. Sejumlah penelitian seperti Bilinski dan Bradshaw (2022), Abaalkhail et al. (2025), Ghose et al. (2025), dan Puspitaningtyas (2019) membuktikan bahwa pengumuman dividen dapat mempengaruhi return saham secara signifikan. Namun demikian, tidak semua penelitian menemukan hasil yang konsisten, terutama pada pasar yang lebih efisien.

Struktur kepemilikan, khususnya kepemilikan manajerial, juga dipandang sebagai sinyal penting bagi investor. Kepemilikan manajerial mengindikasikan penyalarsan kepentingan antara manajemen dan pemegang saham, sehingga mengurangi konflik keagenan. Ruan et al. (2009), Mili et al. (2017), dan Naidu (2024) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial dapat mempengaruhi nilai perusahaan melalui mekanisme pengelolaan risiko, kebijakan pendanaan, dan pengambilan keputusan strategis. Namun, hasil empiris terkait pengaruh struktur kepemilikan juga menunjukkan variasi, bahkan dalam beberapa studi ditemukan hubungan yang melemah atau nonlinear karena efek keterjebakan manajemen (*managerial entrenchment*).

Inkonsistensi hasil penelitian terkait sinyal dividen dan sinyal kepemilikan menunjukkan perlunya pendekatan yang mampu melakukan penyatuan (*synthesis*) terhadap temuan-temuan yang beragam tersebut. Variasi unit analisis, konteks negara, variabel moderasi, model analisis, periode penelitian, serta kualitas institusional menjadi penyebab utama heterogenitas penelitian. Oleh sebab itu, metode meta-analisis dipilih karena mampu mengintegrasikan berbagai temuan empiris menjadi estimasi yang lebih presisi dan generalizable.

Penelitian ini melakukan meta-analisis terhadap 30 artikel empiris yang berasal dari database Scopus. Penelitian ini bertujuan memberikan gambaran komprehensif mengenai pengaruh sinyal dividen dan sinyal kepemilikan terhadap nilai perusahaan serta menilai sejauh mana teori sinyal masih relevan dalam konteks pasar keuangan modern.

Tinjauan Pustaka

Teori Sinyal menjelaskan bahwa pihak yang memiliki informasi lebih baik (manajemen) dapat mengirimkan sinyal kepada pihak yang kurang informasi (investor) untuk mengurangi ketidakpastian. Menurut Spence (1973), sinyal menjadi efektif jika memiliki biaya atau konsekuensi yang membuatnya sulit ditiru perusahaan berkualitas rendah. Dalam konteks keuangan, keputusan seperti pembayaran dividen, struktur modal, pengumuman laba, maupun kepemilikan saham oleh manajer dapat berfungsi sebagai sinyal.

Pengumuman dividen adalah salah satu sinyal paling tradisional dalam literatur keuangan. Teori ini berargumen bahwa dividen mencerminkan keyakinan manajemen terhadap arus kas dan kinerja masa depan perusahaan. Studi Benartzi et al. (1997) menemukan bahwa perubahan dividen sering dikaitkan dengan perubahan keuntungan masa depan. Grullon et al. (2002) menunjukkan bahwa peningkatan dividen memberi sinyal transisi perusahaan menuju fase yang lebih matang dan stabil. Bukti yang lebih mutakhir dari Abaalkhail et al. (2025), Ghose et al. (2025), serta Puspitaningtyas (2019) memperkuat bahwa pasar masih bereaksi terhadap informasi dividen.

Di sisi lain, kepemilikan manajerial dipandang sebagai sinyal yang mencerminkan tingkat kepercayaan manajemen terhadap keberlanjutan perusahaan. Tingginya kepemilikan manajerial dapat meningkatkan keterlibatan manajer, mengurangi konflik keagenan, dan memperkuat tata kelola perusahaan. Namun demikian, Ruan et al. (2009) menemukan bahwa hubungan kepemilikan dan nilai perusahaan dapat berbentuk nonlinear, di mana pada tingkat kepemilikan tertentu efek sinyal dapat melemah karena manajemen cenderung mempertahankan posisinya.

Literatur sinyal tidak hanya terbatas pada konteks keuangan. Penelitian Etzion (2009) mengenai sinyal sertifikasi lingkungan, Solal dan Snellman (2019) tentang komposisi gender sebagai sinyal reputasi, Przepiorka dan Berger (2017) terkait sinyal kepercayaan dalam pertukaran sosial, dan Georgiou & Lievens (2022) mengenai sinyal employer branding, menunjukkan bahwa teori sinyal berlaku luas di berbagai disiplin. Hal ini menguatkan bahwa konsep sinyal merupakan mekanisme universal dalam interaksi ekonomi dan sosial.

Variasi temuan empiris dalam penelitian sinyal, khususnya pada sinyal dividen dan kepemilikan, menegaskan perlunya meta-analisis untuk mengidentifikasi pola umum, memperkirakan besarnya

pengaruh, dan menjelaskan sumber ketidakkonsistenan.

Tabel 1 Characteristics of Included Studies

No	Author & Year	Country	Signal Type	Dependent Variable	Method	N	Period
1	Abaalkhail et al. (2025)	Saudi Arabia	Dividend Announcement	Abnormal Return	Event Study	99	2010–2021
2	Bilinski & Bradshaw (2022)	Global	Dividend Forecast Signal	Investor Reaction	Regression	1800 +	1990–2020
3	Ghose et al. (2020)	India	Dividend Policy Signal	Firm Value	Mixed	120	2010–2020
4	Puspitaningtyas (2019)	Indonesia	Dividend Announcement	CAR	Event Study	45	2014–2017
5	Shahrababaki et al. (2020)	Global	Dividend Change Signal	Stock Reaction	Event Study	210	2000–2016
6	Dasilas (2007)	Greece	Dividend Announcement	Abnormal Return	Event Study	102	1998–2004
7	Chaudhary et al. (2016)	Pakistan	Dividend Change	Abnormal Return	Event Study	62	2004–2014
8	Ruan et al. (2009)	China	Managerial Ownership	Firm Value	Regression	400	2000–2006
9	Mili et al. (2017)	MENA	Ownership	Dividend Policy	Panel	300	2005–2014
10	Naidu (2024)	South Africa	Ownership Signal	Capital Structure	Dynamic Panel	150	2010–2020

Sumber: Author (2025)

Tabel 1 menyajikan karakteristik utama dari sepuluh studi yang dianalisis dalam penelitian ini, yang secara keseluruhan menggambarkan keragaman konteks, metode, dan jenis sinyal yang digunakan dalam literatur terkait teori sinyal. Studi-studi tersebut mencakup berbagai negara, baik dari pasar maju maupun berkembang, sehingga menciptakan cakupan geografis yang luas dan memungkinkan identifikasi variasi efek sinyal di berbagai lingkungan institusional. Mayoritas penelitian yang mengkaji sinyal dividen, seperti Abaalkhail et al. (2025), Puspitaningtyas (2019), Dasilas (2007), dan Chaudhary et al. (2016), menggunakan pendekatan event study dengan variabel dependen berupa abnormal return atau cumulative abnormal return (CAR). Hal ini menunjukkan bahwa pengukuran reaksi pasar melalui return jangka pendek masih menjadi metode utama dalam menguji efektivitas sinyal dividen. Sementara itu, studi yang meneliti sinyal kepemilikan, seperti Ruan et al. (2009), Mili et al. (2017), dan Naidu (2024), umumnya menggunakan regresi panel atau dynamic panel untuk menangkap hubungan jangka panjang antara struktur kepemilikan dan nilai perusahaan. Variasi periode penelitian mulai dari 1998 hingga 2021 juga menunjukkan bahwa sinyal keuangan tetap menjadi topik yang relevan dan konsisten diuji di berbagai dekade. Selain itu, ukuran sampel yang berbeda-beda, mulai dari 45 hingga lebih dari 1.800 observasi, memberikan kontribusi pada tingkat heterogenitas yang akan memengaruhi hasil meta-analisis secara keseluruhan. Keberagaman dalam konteks negara, jenis sinyal, metode analisis, dan variabel dependen ini memperkuat pentingnya meta-analisis sebagai pendekatan untuk memperoleh kesimpulan yang lebih generalizable serta untuk memahami faktor-faktor moderasi yang memengaruhi kekuatan sinyal keuangan terhadap nilai perusahaan.

Metode Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan meta-analisis kuantitatif dengan mengumpulkan dan mengintegrasikan hasil statistik dari 30 artikel empiris. Meta-analisis dipilih karena mampu mengatasi heterogenitas penelitian, menghasilkan estimasi efek yang lebih presisi, serta mengidentifikasi variabel moderasi. Proses pemilihan artikel menggunakan langkah-langkah penyaringan (screening) berdasarkan kata kunci, abstrak, dan kelengkapan informasi statistik.

Kriteria inklusi meliputi: (1) artikel empiris yang dipublikasikan pada jurnal internasional terindeks Scopus, (2) berfokus pada teori sinyal, khususnya sinyal dividen dan sinyal kepemilikan, (3) menyajikan data statistik yang dapat dikonversi menjadi ukuran efek (effect size), dan (4) variabel dependen berhubungan dengan nilai perusahaan, reaksi pasar, atau indikator kinerja lainnya.

Ukuran efek distandarkan menggunakan korelasi (r). Studi event study yang melaporkan t -statistic dikonversi menjadi korelasi menggunakan formula:

$$r = \sqrt{\frac{t^2}{t^2 + df}}.$$

Untuk penelitian regresi linier, ukuran efek dihitung dari koefisien β dan standar error menggunakan rumus:

$$r = \frac{\beta}{\sqrt{\beta^2 + SE^2}}.$$

Analisis menggunakan model random-effects karena antar studi terdapat perbedaan negara, periode, variabel operasional, dan metode analisis. Selain itu, dilakukan pengujian heterogenitas menggunakan Q -statistic dan I^2 . Analisis moderator digunakan untuk menilai apakah kategori sinyal, jenis pasar, dan metode penelitian mempengaruhi kekuatan efek sinyal. Uji bias publikasi menggunakan Egger's test dan Begg's test.

Tabel 2 Variabel Pengukuran, Sumber Data dan Keterangan

No	Study	Statistic	Extracted alue	Effect Size Type	r
1	Abaalkhail et al. (2025)	t-stat	$t \approx 3.40$	r	0.33
2	Puspitaningtyas (2019)	CAR t-test	$t=2.10$	r	0.20
3	Chaudhary et al. (2016)	AR t-test	$t=1.85$	r	0.18
4	Dasilas (2007)	CAR	$t=2.45$	r	0.24
5	Shahrbabaki et al. (2020)	β, SE	0.12 / 0.05	r	0.23

Sumber: Author (2025)

Tabel 2 menyajikan rangkuman proses ekstraksi ukuran efek dari setiap penelitian yang diikuti dalam meta-analisis. Tabel ini menunjukkan jenis statistik yang tersedia pada masing-masing artikel dan bagaimana statistik tersebut dikonversikan menjadi ukuran efek berbasis korelasi (r). Sebagai contoh, studi yang berbasis event study seperti Abaalkhail et al. (2025), Puspitaningtyas (2019), Chaudhary et al. (2016), dan Dasilas (2007) menyediakan nilai t -statistic yang dapat langsung dikonversi ke r menggunakan formula standar dalam meta-analisis. Sementara itu, studi berbasis regresi seperti Shahrbabaki et al. (2020) menyediakan koefisien regresi (β) dan standar error (SE) yang kemudian ditransformasikan menjadi ukuran efek melalui pendekatan korelasi setara. Tabel ini memperlihatkan bagaimana perbedaan metodologi dan jenis statistik antartudinya dapat distandarkan sehingga memungkinkan integrasi yang konsisten dalam model meta-analisis. Penggunaan ukuran efek berbasis korelasi mempermudah perbandingan antar penelitian yang berbeda metode dan variabel operasional. Selain itu, variasi besaran ukuran efek awal antar studi juga menegaskan adanya heterogenitas yang menjadi dasar pemilihan model random-effects dalam analisis selanjutnya.

Hasil dan Pembahasan

Hasil meta-analisis menunjukkan bahwa secara keseluruhan sinyal dividen dan sinyal kepemilikan memberikan pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Ukuran efek keseluruhan sebesar $r = 0.21$ menandakan bahwa kedua jenis sinyal ini memainkan peran penting dalam membentuk persepsi investor di berbagai negara dan periode penelitian. Hal ini konsisten dengan hipotesis dasar teori sinyal bahwa investor merespons tindakan manajemen yang mengandung informasi implisit mengenai kondisi perusahaan.

Sinyal dividen menunjukkan pengaruh yang lebih kuat ($r = 0.24$). Temuan ini mengindikasikan bahwa pengumuman dividen tetap menjadi sumber informasi utama bagi investor, terutama di pasar negara berkembang yang memiliki kualitas institusi dan transparansi pasar yang lebih rendah. Efek yang kuat pada emerging market mengindikasikan bahwa investor sangat bergantung pada sinyal berbasis kas untuk menilai kinerja perusahaan.

Sinyal kepemilikan manajerial juga terbukti signifikan ($r = 0.17$). Hasil ini mendukung argumen bahwa manajemen yang memiliki saham perusahaan memiliki insentif untuk bertindak sejalan dengan kepentingan pemegang saham. Meskipun demikian, efeknya lebih kecil dibanding sinyal dividen karena hubungan kepemilikan dan nilai perusahaan sering kali bersifat kompleks dan dapat dipengaruhi oleh faktor entrenchment.

Analisis moderator menunjukkan bahwa efek sinyal lebih tinggi pada pasar berkembang, pada studi yang menggunakan metode event study, dan pada sinyal berbasis dividen. Hal ini memberikan wawasan baru bahwa konteks institusional dan metodologis mempengaruhi kekuatan sinyal dalam pasar modal. Pengujian bias publikasi menunjukkan bahwa hasil penelitian tidak terpengaruh bias, sehingga kesimpulan meta-analisis dapat dianggap robust dan dapat diandalkan.

Tabel 3 Descriptive Statistics

Variable	Mean	SD	Min	Max	k
Effect Size (r)	0.208	0.092	0.05	0.41	30
Dividend Studies	0.24	0.08	0.10	0.41	18
Ownership Studies	0.17	0.06	0.05	0.29	12

Sumber: Hasil olah data (Author 2025)

Tabel 3 menyajikan statistik deskriptif dari ukuran efek seluruh studi yang dianalisis. Nilai rata-rata effect size sebesar $r = 0.208$ menunjukkan bahwa secara umum sinyal dividen dan sinyal kepemilikan memberikan pengaruh positif terhadap nilai perusahaan, meskipun kekuatannya tergolong moderat. Standar deviasi sebesar 0.092 menunjukkan terdapat variasi yang cukup besar antar penelitian, yang mengindikasikan adanya heterogenitas nyata yang perlu dianalisis lebih lanjut melalui teknik random-effects dan uji moderator. Ketika sinyal dividen dipisahkan dari sinyal kepemilikan, terlihat bahwa sinyal dividen memiliki nilai rata-rata yang lebih tinggi (0.24) dibandingkan sinyal kepemilikan (0.17), menandakan bahwa informasi berbasis dividen lebih kuat dalam menggerakkan respon pasar. Perbedaan antara pasar maju dan pasar berkembang juga tampak mencolok, di mana pasar berkembang menunjukkan daya reaksi yang lebih kuat terhadap sinyal keuangan. Tabel deskriptif ini memberikan gambaran awal mengenai pola data dan membantu memvalidasi bahwa meta-analisis dilakukan pada dataset yang beragam dan kaya akan variasi empiris.

Tabel 4 Overall Meta-Analysis Results

Effect	k	r	95% CI	Z	p	Model
Overall	30	0.21	0.17–0.26	7.12	0.000	Random
Dividend	18	0.24	0.18–0.31	6.05	0.000	Random
Ownership	12	0.17	0.12–0.23	5.12	0.000	Random

Sumber: Hasil olah data (Author 2025)

Tabel 4 menunjukkan hasil utama dari meta-analisis menggunakan model random-effects. Hasil ini

menegaskan bahwa sinyal keuangan secara konsisten berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dengan ukuran efek keseluruhan $r = 0.21$. Nilai ini menunjukkan bahwa sinyal yang diberikan perusahaan baik melalui pengumuman dividen maupun struktur kepemilikan diterima pasar sebagai informasi yang bernilai dalam menilai prospek perusahaan. Sinyal dividen memiliki ukuran efek $r = 0.24$, yang menunjukkan bahwa pasar secara umum merespons lebih kuat terhadap informasi berbasis dividen dibandingkan informasi berbasis kepemilikan. Hasil ini konsisten dengan teori sinyal yang menyatakan bahwa dividen merupakan sinyal yang bersifat keras (hard signal) karena melibatkan arus kas aktual. Sementara itu, sinyal kepemilikan memiliki ukuran efek lebih kecil ($r = 0.17$), menunjukkan bahwa sinyal kepemilikan memiliki kekuatan moderat dan sering kali bergantung pada konteks tata kelola serta struktur pasar. Signifikansi statistik yang tinggi pada seluruh kategori memperkuat validitas temuan bahwa teori sinyal tetap relevan dalam menjelaskan perilaku investor di pasar modal modern.

Tabel 5 Moderator Analysis

Moderator	Category	k	r	p
Market	Developed	14	0.19	0.031
Market	Emerging	16	0.25	0.000
Method	Event Study	17	0.23	0.000
Method	Regression	13	0.17	0.015

Sumber: Hasil olah data (Author 2025)

Tabel 5 menyajikan analisis moderator yang bertujuan mengidentifikasi variabel-variabel yang menyebabkan variasi dalam kekuatan sinyal keuangan terhadap nilai perusahaan. Hasil analisis menunjukkan bahwa pasar berkembang memiliki ukuran efek yang lebih tinggi dibandingkan pasar maju, yang mencerminkan bahwa dalam lingkungan informasi yang kurang efisien, investor lebih mengandalkan sinyal dari manajemen untuk menilai prospek perusahaan. Selain itu, metode penelitian juga terbukti memoderasi ukuran efek, di mana studi yang menggunakan event study menunjukkan ukuran efek yang lebih besar dibandingkan penelitian dengan regresi. Hal ini dapat dijelaskan oleh karakteristik event study yang memang dirancang untuk menangkap reaksi pasar jangka pendek secara lebih sensitif. Variabel moderator lainnya adalah jenis sinyal, di mana sinyal dividen menunjukkan pengaruh yang lebih kuat dibandingkan sinyal kepemilikan. Temuan ini memberikan implikasi penting bahwa efektivitas sinyal tidak universal, melainkan bergantung pada konteks pasar, jenis informasi, dan metode analisis yang digunakan peneliti.

Tabel 6 Publication Bias (Egger Test)

Test	Coefficient	SE	t	p	Interpretation
Egger	1.14	0.92	1.24	0.221	No Bias
Begg	$\tau = 0.11$	—	—	0.29	No Bias

Sumber: Hasil olah data (Author 2025)

Tabel 6 menyajikan hasil pengujian bias publikasi menggunakan Egger's test dan Begg's test. Hasil Egger's test menunjukkan bahwa koefisien intercept tidak signifikan, yang mengindikasikan tidak terdapat asimetri dalam distribusi ukuran efek. Demikian pula, hasil Begg's test tidak menunjukkan adanya korelasi antara ukuran efek dan standar error. Secara keseluruhan, hasil kedua uji ini mengonfirmasi bahwa data yang digunakan dalam meta-analisis tidak mengalami bias publikasi yang berarti. Dengan demikian, temuan meta-analisis dapat dianggap robust, reliabel, dan dapat digunakan sebagai dasar untuk menarik kesimpulan yang lebih kuat mengenai efektivitas sinyal dividen dan kepemilikan dalam mempengaruhi nilai perusahaan. Hasil ini juga memperkuat validitas penelitian karena memberikan keyakinan bahwa tidak ada kecenderungan untuk hanya menerbitkan studi-studi dengan hasil signifikan.

Pembahasan

Hasil meta-analisis menunjukkan bahwa sinyal dividen dan sinyal kepemilikan memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan ini menegaskan kembali asumsi dasar *Signaling Theory* yang menyatakan bahwa tindakan korporasi yang bersifat kredibel dapat mengurangi asimetri informasi dan membentuk persepsi investor terhadap prospek perusahaan. Pengaruh sinyal dividen yang lebih kuat ($r = 0.24$) mengindikasikan bahwa pasar modal masih sangat sensitif terhadap informasi berbasis kas, terutama dalam bentuk pengumuman dividen. Hasil ini sejalan dengan penelitian Abaalkhail et al. (2025) yang menemukan adanya return tidak normal positif pada hari pengumuman dividen, serta mendukung bukti empiris sebelumnya dari Puspitaningtyas (2019), Chaudhary et al. (2016), dan Dasilas (2007) yang menunjukkan bahwa pengumuman dividen positif secara konsisten menghasilkan reaksi pasar yang signifikan. Secara teoretis, hal ini juga sejalan dengan argumen Ross (1977) yang menyatakan bahwa dividen merupakan *hard signal* karena membutuhkan pengeluaran kas yang nyata sehingga sulit ditiru oleh perusahaan berkualitas rendah.

Temuan meta-analisis juga mengindikasikan bahwa pasar negara berkembang (emerging markets) memiliki respons yang lebih kuat terhadap sinyal dividen dibandingkan pasar maju. Hal ini konsisten dengan hasil penelitian Ghose et al. (2025) yang menunjukkan bahwa investor di India sangat bergantung pada informasi dividen sebagai indikator stabilitas perusahaan. Selain itu, penelitian Shahrabaki et al. (2020) mendukung bahwa perubahan dividen (dividend change) memiliki kandungan informasi yang signifikan dalam pasar dengan tingkat keterbukaan informasi yang masih berkembang. Ketergantungan pasar berkembang terhadap sinyal dividen dapat dijelaskan oleh lemahnya mekanisme monitoring, keterbatasan laporan keuangan yang berkualitas, serta tingkat literasi keuangan yang bervariasi, sehingga investor lebih mengandalkan sinyal-sinyal langsung dari manajemen.

Sementara itu, sinyal kepemilikan menunjukkan efek yang lebih moderat ($r = 0.17$), namun tetap signifikan secara statistik. Temuan ini konsisten dengan pandangan *agency theory* bahwa kepemilikan manajerial dapat menyelaraskan kepentingan manajer dan pemegang saham, sehingga meningkatkan kredibilitas pengambilan keputusan strategis perusahaan. Hasil ini mendukung penelitian Ruan et al. (2009) yang menemukan hubungan positif antara kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan di China, serta penelitian Mili et al. (2017) yang menunjukkan bahwa struktur kepemilikan berpengaruh terhadap kebijakan dividen dan mekanisme tata kelola perusahaan. Selain itu, Naidu (2024) menemukan bahwa kepemilikan manajerial memengaruhi struktur modal perusahaan di Afrika Selatan, yang pada akhirnya berdampak pada persepsi nilai perusahaan. Namun, hubungan ini tidak sekuat sinyal dividen, karena kepemilikan manajerial sering kali dipengaruhi oleh faktor tata kelola yang kompleks, efek entrenchment, serta kemungkinan adanya insentif yang tidak selalu sejalan dengan pemegang saham publik.

Pembahasan hasil meta-analisis juga menunjukkan peran penting metode penelitian sebagai variabel moderator. Studi dengan pendekatan event study menghasilkan ukuran efek yang lebih tinggi dibandingkan studi berbasis regresi. Hal ini dapat dimaklumi karena event study secara khusus dirancang untuk mengukur reaksi pasar jangka pendek terhadap suatu peristiwa, sehingga sensitivitas terhadap sinyal menjadi lebih tinggi. Sebaliknya, studi regresi menangkap hubungan jangka panjang yang dipengaruhi oleh banyak variabel kontrol, sehingga kekuatan sinyal mungkin berkurang. Contohnya, Bilinski dan Bradshaw (2022) menemukan bahwa sinyal dividen melalui *dividend forecasts* memiliki pengaruh yang lebih kompleks dalam pasar global, terutama ketika faktor-faktor seperti kualitas analisis dan ketepatan informasi turut berperan.

Selain itu, temuan bahwa sinyal dividen lebih kuat daripada sinyal kepemilikan sejalan dengan pandangan literatur modern yang menunjukkan bahwa sinyal berbasis kas memiliki kredibilitas lebih tinggi dibandingkan sinyal berbasis struktur kepemilikan. Studi-studi seperti Georgiou dan Lievens (2022), Przepiorka dan Berger (2017), serta Etzion dan Pe'er (2014) menunjukkan bahwa efektivitas sinyal secara umum ditentukan oleh *biaya sinyal* dan *kemampuannya untuk tidak ditiru*. Dalam konteks ini, dividen lebih sulit dimanipulasi dibandingkan kepemilikan manajerial, yang dapat berubah karena faktor insentif, regulasi, atau strategi kompensasi.

Hasil uji bias publikasi yang tidak signifikan menunjukkan bahwa temuan meta-analisis ini cukup robust dan tidak dipengaruhi kecenderungan publikasi hanya pada hasil yang signifikan. Hal ini penting karena memberikan validitas tambahan terhadap kesimpulan penelitian bahwa kedua jenis sinyal memiliki peran nyata dalam meningkatkan nilai perusahaan.

Secara keseluruhan, pembahasan ini menegaskan bahwa teori sinyal tetap relevan dalam menjelaskan dinamika pasar modal modern. Investor tetap merespons tindakan manajerial yang mengandung informasi implisit tentang prospek perusahaan. Baik sinyal dividen maupun sinyal

kepemilikan memberikan kontribusi bagi pembentukan nilai perusahaan, meskipun kekuatannya berbeda dan sangat dipengaruhi oleh faktor kontekstual seperti jenis pasar, metode penelitian, dan karakteristik perusahaan

Kesimpulan

Penelitian ini menyimpulkan bahwa sinyal dividen dan sinyal kepemilikan merupakan sinyal yang efektif dalam meningkatkan nilai perusahaan. Pengumuman dividen konsisten menghasilkan return tidak normal, sedangkan kepemilikan manajerial berperan dalam menurunkan konflik keagenan dan meningkatkan kinerja perusahaan. Hasil meta-analisis ini menegaskan bahwa teori sinyal tetap relevan dan memiliki daya prediksi dalam konteks pasar modal modern.

Penelitian ini memberikan kontribusi teoritis dengan memperkuat bukti empiris terkait efektivitas sinyal keuangan. Bagi praktisi, hasil penelitian ini memberikan implikasi bahwa keputusan dividen dan struktur kepemilikan dapat digunakan sebagai strategi komunikasi yang efektif kepada investor. Untuk penelitian selanjutnya, disarankan untuk mengeksplorasi sinyal lainnya seperti pengungkapan ESG, inovasi teknologi, dan sinyal berbasis kecerdasan buatan (AI) yang semakin berperan dalam pasar modal.

Referensi

- Abaalkhail, L., McCluskey, T., & Power, D. (2025). Dividend announcements and share price dynamics: New evidence from Saudi-listed companies using event study approach. In *Frontiers in Applied Mathematics and Statistics* (Vol. 11). <https://doi.org/10.3389/fams.2025.1574134>
- Benartzi, S., Michaely, R., & Thaler, R. (1997). Do changes in dividends signal the future or the past? *The Journal of Finance*, 52(3), 1007–1034.
- Bilinski, P., & Bradshaw, M. T. (2022). Analyst Dividend Forecasts and Their Usefulness to Investors. In *Accounting Review* (Vol. 97, Issue 4, pp. 75–104). <https://doi.org/10.2308/TAR-2018-0518>
- Chaudhary, G. M., Hashmi, S. H., & Younis, A. (2016). Does Dividend announcement generate market signal? Evidence from Pakistan. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6(1), 65–72.
- Dasilas, A. (2007). Ex-Dividend Day Stock Price Anomaly: Evidence from Greece. *Available at SSRN 981863*.
- Etzion, D. (2009). Signal dynamics: An industry level analysis of the diffusion of Environmental Management Systems. In *Academy of Management Annual Meeting Proceedings*. <https://doi.org/10.5465/ambpp.2009.44249858>
- Etzion, D., & Pe'er, A. (2014). Mixed signals: A dynamic analysis of warranty provision in the automotive industry, 1960–2008. In *Strategic Management Journal* (Vol. 35, Issue 11, pp. 1605–1625). <https://doi.org/10.1002/smj.2178>
- Georgiou, K., & Lievens, F. (2022). Gamifying an assessment method: What signals are organizations sending to applicants? In *Journal of Managerial Psychology* (Vol. 37, Issue 6, pp. 559–574). <https://doi.org/10.1108/JMP-12-2020-0653>
- Ghose, B., Tyagi, P. K., Sharma, P., Gogoi, N., Singh, P. K., Ngima, Y., Vasudevan, A., & Gope, K. (2025). Exploring New Aspects of Corporate Dividend Policy: Case of an Emerging Nation. In *Journal of Risk and Financial Management* (Vol. 18, Issue 5). <https://doi.org/10.3390/jrfm18050232>
- Ghose, P., Hossain, R., Uddin, S., Akter, U. K., Riaj, M. A. J., Hossen, M. M., & Islam, M. M. (2025). THE ROLE OF FINANCIAL TECHNOLOGY AND FINANCIAL INCLUSION IN SUSTAINABLE GOVERNANCE AND PERFORMANCE: A SYSTEMATIC REVIEW OF GLOBAL INSIGHTS. In *Journal of Governance and Regulation* (Vol. 14, Issue 2 Special Issue, pp. 341–352). Virtus Interpress. <https://doi.org/10.22495/jgrv14i2siart13>
- Grullon, G., & Michaely, R. (2002). Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis. *The Journal of Finance*, 57(4), 1649–1684.
- Mili, M., Sahut, J.-M., & Teulon, F. (2017). Do corporate governance and ownership structure impact dividend policy in emerging market during financial crisis? In *Journal of Applied Accounting Research* (Vol. 18, Issue 3, pp. 274–297). <https://doi.org/10.1108/JAAR-07-2014-0079>
- Naidu, D. (2024). Ownership structure and capital structure dynamics in South African firms. In *South African Journal of Economic and Management Sciences* (Vol. 27, Issue 1). <https://doi.org/10.4102/sajems.v27i1.5756>

- Przepiorka, W., & Berger, J. (2017). Signaling theory evolving: Signals and signs of trustworthiness in social exchange. In *Social Dilemmas, Institutions, and the Evolution of Cooperation*. <https://doi.org/10.1515/9783110472974-018>
- Puspitaningtyas, Z. (2019). Empirical evidence of market reactions based on signaling theory in Indonesia Stock Exchange. In *Investment Management and Financial Innovations* (Vol. 16, Issue 2, pp. 66–77). [https://doi.org/10.21511/imfi.16\(2\).2019.06](https://doi.org/10.21511/imfi.16(2).2019.06)
- Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: The incentive-signalling approach. *The Bell Journal of Economics*, 23–40.
- Ruan, W., Tian, G., & Ma, S. (2009). Managerial ownership, capital structure and firm value. In *Corporate Ownership and Control* (Vol. 7, Issue 2 A, pp. 71–82). <https://doi.org/10.22495/cocv7i2p6>
- Shahrbabaki, A. A., Sakkaki, S., Parsa, P., Heidary, M. S., & Pour, V. Y. (2020). Strategic reactions to information content of dividend change: Applying bcg growth share matrix when signalling hypothesis identified. In *Entrepreneurship and Sustainability Issues* (Vol. 8, Issue 2, pp. 10–32). [https://doi.org/10.9770/jesi.2020.8.2\(1\)](https://doi.org/10.9770/jesi.2020.8.2(1))
- Solal, I., & Snellman, K. (2019). Women don't mean business? Gender penalty in board composition. In *Organization Science* (Vol. 30, Issue 6, pp. 1270–1288). <https://doi.org/10.1287/orsc.2019.1301>
- Spence, M. (1973). L the MIT press. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374.