

Teori Informasi Asimetris¹

Oleh: Prof. Dr. Adler Haymans Manurung²

Pendahuluan

Investor yang telah berpengalaman melakukan investasi di pasar selalu mencari informasi mengenai saham itu terlebih dahulu sebelum melakukan investasi. Sementara ada investor yang melakukan investasi hanya mendapatkan informasi yang sangat minim di pasar. Investor yang pintar akan melakukan diskusi dengan analis untuk mendapatkan gambaran perusahaan secara lengkap sehingga melakukan investasi dengan tepat dan mendapatkan kapital gain di masa mendatang.

Informasi yang lengkap tentang kondisi perusahaan dimiliki oleh para agen perusahaan seperti direksi dan manager perusahaan. Informasi ini tidak mungkin bisa keluar ke publik begitu saja karena agen tersebut harus memenuhi regulasi yang ada dalam menyampaikan informasi ke publik. Informasi tersebut selalu ditahan perusahaan dan menginformasikannya pada waktunya yang tepat.

Sesuai dengan uraian sebelumnya, maka ada perbedaan informasi yang dimiliki antara investor dengan agen perusahaan. Investor memiliki informasi yang cukup kurang lengkap sementara agen perusahaan mempunyai informasi yang lengkap. Perbedaan informasi yang dimiliki agen perusahaan dan investor dikenal dengan **Asymetris Information**.

Adanya informasi asimetris tidak saja pada bidang pasar modal tetapi juga sudah masuk pada industri lain. Bahkan ditemukan dalam bidang hukum bahwa adanya informasi asimetris bisa membuat penyelesaian hukum tidak memenangkan yang seharusnya jika informasi yang diperoleh hakim tidak lengkap. Tetapi, adanya informasi asimetris ini bisa membuat investor mengalami kerugian sehingga regulator selalu meminta perusahaan yang terdaftar dibursa melakukan transparan dan mengumumkan semua informasi yang ada agar tidak ada yang dirugikan.

Arkelof (1970) memulai pembahasan informasi asimetris. Selanjutnya, Morse (1980) pada harga dan volume perdagangan saham. Miller dan Rock (1985) dalam kasus kebijakan dividen. Korajczyk dkk (1991) dan Dierkens (1991) dalam penerbitan saham. Wang (1993) membuat model harga asset. Dvorak (2005) untuk kasus Indonesia dalam transaksi saham di Bursa. Xu dan Wu (2010) membuat model pembiayaan investasi dengan saham dan terakhir Bessler dkk (2011) dalam keputusan investasi.

Teori

Pembahasan informasi asimetris selalu menyangkut dua pihak, misalkan penerbit surat investasi atau manajemen perusahaan dan investor, atau pemberi pinjaman dan peminjam. Adanya pihak ini mengakibatkan para pihak mengalami kerugian dan keuntungan yang menghasilkan zero sum game. Bebczuk (2003) menyatakan bahwa informasi asimetris di pasar modal menyangkut

¹ Salah satu bab dari Buku Adler Haymans Manurung (2013); "Teori Investasi: Konsep dan Empiris" PT Adler Manurung Press

² Guru Besar Pasar Modal dan Perbankan, President Direktur PT Valuasi Investindo, PT Finansial Bisnis Informasi dan PT Adler Manurung Press.

tiga jenis yaitu seleksi adverse (adverse selection), moral hazard dan monitor biaya (monitoring costs). Seleksi adverse mempelajari bagaimana pemilihan yang dilakukan dikarenakan kelemahan informasi yang dimiliki pengambil keputusan ketika memutuskannya. Moral hazard merupakan tindakan yang dilakukan secara sengaja agar bisa mendapatkan yang diinginkan. Pihak yang mendapatkan menyembunyikan hal-hal tertentu secara sengaja. Monitor biaya berhubungan dengan tindakan yang disembunyikan oleh pihak yang mendapatkan pinjaman (untuk kasus bank atau perusahaan terbitkan surat hutang) dimana dilakukan mendapatkan keuntungan dikarenakan informasi yang lebih baik.

Akerlof (1970) memperkenalkan teori informasi asimetris dengan memberi contoh pada perdagangan mobil. Adapun model permintaan mobil sebagai berikut:

$$Q^d = D(p, \mu) \quad (1)$$

dimana p = harga mobil dan μ = rata-rata mobil bekas berkualitas yang diperdagangkan. Penawaran mobil bekas dan rata-rata mobil bekas berkualitas akan tergantung pada harga sebagai berikut:

$$\mu = \mu(p) \quad (2)$$

$$S = S(P) \quad (3)$$

Pada kondisi ekuilibrium penawaran sama dengan permintaan untuk rata-rata kualitas tertentu yaitu:

$$S(p) = D(p, \mu(p)) \quad (4)$$

Bila kualitasnya jatuh maka harga mobil tersebut juga turun dan kemungkinan tidak ada mobil yang diperdagangkan pada setiap tingkat harga.

Dalam kerangka menguraikannya dibangun melalui teori utilitas dimana ada dua kelompok pedagang dengan fungsi utilitas dibawah ini.

Utilitas kelompok satu yaitu

$$U_1 = M + \sum_{i=1}^n x_i \quad (5)$$

Utilitas kelompok dua yaitu:

$$U_2 = M + \sum_{i=1}^n \frac{3}{2x_i} \quad (6)$$

dimana

M = konsumsi barang selain mobil, x_i = mobil berkualitas ke i

n = jumlah mobil.

Adanya informasi asimetris membuat pedagang pertama yang ingin menjual mobil pada harga yang ingin dibayar pedagang kedua.

Korajczyk dkk (1991) mempelajari tentang penerbitan saham dengan informasi asimetris berbagai waktu. Perusahaan yang memiliki informasi jelek atas asset akan diinformasikan secepatnya karena tidak ada untungnya perusahaan untuk menunda pemberitahuan informasi tersebut. Tetapi, informasi yang berkualitas baik ditahan sampai harga saham normal dan

selanjutnya diinformasikan ke public untuk mendapatkan penghargaan dalam bentuk peningkatan harga saham di Bursa. Hasil empiris secara konsisten dengan implikasinya.

Xu dan Wu (2010) mengemukakan sebuah model Pembiayaan investasi yang menggunakan saham pada kondisi informasi asimetris. Pada kondisi ini perusahaan yang bagus dapat memisahkan diri dari perusahaan jelek melalui investasi pertama kali dimana goncangan arus kas, X , mencapai garis batas (threshold) x^* ($x^* \leq x_1$), yang memenuhi persamaan sebagai berikut:

$$x^* = \frac{1 + n(\bar{x})}{1 + n_2(x_2)} \left(x_2 + \frac{\mu_2}{r} \right) e^{\beta_{21}(x^* - x_2)} - \frac{\mu_2}{r} \quad (7)$$

dan memenuhi $x^* \geq x_{\min}$ dimana x_{\min} memenuhi persamaan berikut:

$$x_{\min} = \frac{1 + n_1(x_1)}{1 + n(\bar{x})} \left(\bar{x} + \frac{\mu_1}{r} \right) e^{\beta_{11}(x_{\min} - \bar{x})} - \frac{\mu_1}{r} \quad (8)$$

Perusahaan berkualitas bagus akan mempercepat investasinya ketika $x^* < x_1$ dan perusahaan berkualitas rendah melakukan investasi pada pertama kali di batas x_2 . Jika $x^* < x_{\min}$, perusahaan berkualitas bagus lebih baik menggabungkannya dengan perusahaan berkualitas rendah dan memilih kebijakan investasi yang menguntungkan. Adapun nilai-nilai perusahaan untuk perusahaan bagus dan jelek diinformasikan pada persamaan berikut:

- a. Nilai saham perusahaan berkualitas bagus sebelum investasi sebagai berikut:

$$V_1^{P-}(X) = \frac{1 - \kappa}{1 + n(\bar{x})} \left(\frac{\bar{x}}{r} + \frac{\mu_1}{r^2} \right) e^{\beta_{11}(X - \bar{x})} \quad (9)$$

- b. Nilai perusahaan berkualitas bagus setelah investasi sebagai berikut:

$$V_1^{P+}(X) = \frac{1 - \kappa}{1 + n(\bar{x})} \left(\frac{X}{r} + \frac{\mu_1}{r^2} \right) \quad (10)$$

- c. Nilai perusahaan berkualitas jelek setelah investasi sebagai berikut:

$$V_2^{P+}(X) = \frac{1 - \kappa}{1 + n(\bar{x})} \left(\frac{X}{r} + \frac{\mu_2}{r^2} \right) \quad (11)$$

Empiris

Morse (1980) melakukan penelitian mengenai Informasi asimetris pada harga dan volume perdagangan di bursa saham. Penelitian ini menggunakan data harian harga dan volume untuk periode 1973 sampai 1976 dengan 20 saham yang ditransaksikan di New York Stock Exchange

(NYSE) dan 5 saham di AMerian Stock Exchange (ASE). Model sederhana yang dikembangkan dalam penelitian ini mengenai hubungan antara perubahan harga dan volume perdagangan konsisten dengan sebuah perdagangan investor dengan informasi asimetris. Investor dengan informasi privat akan memperdagangkan sahamnya dengan informasi tersebut sampai pada harga yang merefleksikan informasi.

Dierkens (1991) melakukan penelitian mengenai relevansi informasi asimetris antara manager perusahaan dengan pasar dalam kerangka proses penerbitan saham. Penelitian ini menggunakan data perusahaan yang menerbitkan saham selama periode 1980 sampai dengan 1983 dengan jumlah sampel 197 perusahaan. Adapun hasil penelitian diperlihatkan dalam Tabel berikut:

TABLE 1
OLS Estimates of the Coefficients rfrom the Cross-Sectional Regressions,
 $AREI_i = a_0 + a_1IA1_i + a_2IA2_i + a_3RSIZE_i + a_4RMEBE_i + \epsilon_i$,
(t-statistics are given in parentheses)
for 197 Primary Seasoned Equity Issues Offered between 1980 and 1983

Measures of IA		Constant	IA1	IA2	RSIZE	RMEBE	R ² b
σ^2/E		-0.026 (-4.69)**	(-10.080) (-1.94)*		0.02 (0.92)	0.001 (1.98)*	2.10%
IAan		-0.024 (-3.31)**	-0.15 (-1.05)		0.011 (0.59)	0.002 (1.93)*	0.70%
DNBan		-0.027 (-4.53)**	-0.01 (-1.99)*		0.020 (0.78)	0.001 (1.74)*	2.20%
RTRADE		-0.035 (-4.62)**	0.006 -1.03		0.007 (0.31)	0.002 (1.85)*	0.70%
$\sigma^2\epsilon$	DNBan	-0.025 (-4.40)**	-8.498 (-1.61)*	-0.009 (-1.67)*	0.038 (1.35)	0.002 (2.06)*	3.00%
IAan	DNBan	-0.024 (-3.29)**	-0.102 (-0.67)	-0.1 (-1.81)*	0.030 (1.07)	0.003 (2.06)*	1.90%
$\sigma^2\epsilon$	RTRADE	-0.034 (-4.53)**	-11.816 -2.22	0.01 (1.50) ^{2a}	0.029 (1.09)	0.002 (2.01)*	2.70%
IAan	RTRADE	-0.3 (3.57)**	-0.21 (-1.39)*	0.009 (1.37) ^{2a}	0.021 (0.77)	0.003 (2.10)*	1.20%

^a Not significant in two-tailed tests.

^b R² is adjusted for the number of degrees of freedom.

*, **, and *** indicate that the t-statistics is significant at the 10-, 5-, and at the 1-percent levels, respectively, in one-tailed tests.

Variable Definitions

AREI is the market-adjusted abnormal return at the equity issue announcement.

IA1 and IA2 are measures of the information asymmetry

$\sigma\epsilon$ is the residual standard deviation of the daily stock returns.

IAan is the standard deviation of the abnormal returns on the announcement of the quarterly earnings.

DNBan is a dummy variable set equal to 1 when the firm has 16 or less announcements listed in the *WSJ*

RTRADE is the relative number of shares traded.

RSIZE is the relative number of shares to be issued.

RMEBE is the ratio of the market value of the equity divided by the book value of the equity.

Sumber: Dierkens (1991).

Tabel 1 memperlihatkan bahwa risiko unsystematic, jumlah saham yang diperdagangkan, simpangan baku pengumuman pendapatan, jumlah saham yang diterbitkan, dan rasio kapitalisasi pasar dan nilai buku saham mempengaruhi tingkat pengembalian abnormal disesuaikan dengan pasar risk dengan level signifikansi 5 persen.

Tabel 2 memberikan informasi tingkat pengembalian sebelum dan setelah pengumuman penerbitan saham dengan informasi asimetris. Simpangan baku tingkat pengembalian abnormal dari pengumuman pendapatan triwulanan mempengaruhi tingkat pengembalian abnormal dengan informasi asimetris.

TABLE 2
**Comparison of the Average Information Asymmetry
before and after the Equity Issue Announcement**

		<u>PREIA</u>	<u>POSTIA</u>	<u>DIF</u>	<u>t- statistic on DIF</u>	<u>MEDIAN (%⁺)</u>	<u>Wilcoxon</u>
1)	<i>IAan</i>	0.046	0.037	0.009	3.22(**) _b	0.012 (65)	4.03(**)
2)	<i>IAan</i> , unlevered	0.032	0.027	0.004	2.08(*)	0.005 (63)	3.22(**)
3)	$\sigma^2\epsilon$	0.000618	0.000514	0.000104	1.86(+)	0.000106 (68)	5.10(**)
4)	$\sigma^2\epsilon$, unlevered	0.000434	0.000368	0.00006	1.64	0.000055 (67)	4.08(**)

^a The comparison is given in 1), 2), 3), and 4) for four different measures of information asymmetry. The measures are detailed in the definitions of PREIA and POSTIA.

^b (+), (*), and (**) indicated that the difference is significant at the 10-, 5-, and 1- percent levels for the one tailed-tests.

Variable Definitions

PREIA is the average information asymmetry before the equity issue announcement. It is measured by (1) the average *IAan* of the sample before the equity issue announcement, (2) the same, unlevered, (3) the residual variance of the daily stock returns for the year before the equity issue announcement, (4) the same, unlevered.

POSTIA is the average information asymmetry after the equity issue announcement. It is measured by (1) the average absolute value of the abnormal returns of the first earnings announcement after the equity issue announcement, (2) the same, unlevered, (3) the residual variance of the daily stock returns for the month following the equity issue, (4) the same, unlevered.

Prior to the equity issue announcement, the unlevering ratio for each firm is computed as the market value of the equity divided by the sum of the market value of the equity plus the book value of the debt. After the issue, the unlevering ratio is computed in the same way by adding the value of the new issue to the market value of the equity.

%⁺ is the percentage of positive differences in the sample.

DIF (MEDIAN) is the average (MEDIAN) difference between PREIA and POSTIA.

Sumber: Dierkens (1991); Information Asymmetry and Equity Issues; Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 26, No. 2; pp. 1811 - 199

Salah satu penelitian yang cukup menarik dalam melihat hasil yang diperoleh investor, dimana investor tersebut dikelompokkan menjadi dua kelompok besar yaitu investor local dan investor asing. Dvorak (2005) melakukan penelitian mengenai informasi yang dimiliki investor memberikan keuntungan terhadap investor tersebut. Dvorak melakukan pembagian atas investor lokal dan asing. Penelitian ini dilakukan di Bursa Efek Jakarta (BEJ) sebelum berubah nama menjadi Bursa Efek Indonesia (BEI) akibat merger antara Bursa Efek Jakarta dengan Bursa Efek Surabaya (BES). Data penelitian yang dipergunakan data transaksi selama periode Januari 1998 sampai dengan akhir tahun 2001. Data yang diperolehnya yaitu data order yang berisikan tanggal transaksi, kode saham, harga transaksi, volume transaksi, investor asing dan local, dan juga beli

atau jual transaksi tersebut. Hasil penelitian ini memberikan kesimpulan bahwa investor domestic mempunyai keuntungan karena memiliki informasi dan lembaga asing juga memiliki informasi yang lebih dikarenakan mempunyai pengalaman dan keahlian. Klien domestik yang dimiliki broker global lebih bagus kinerja investasinya dibandingkan dengan klien asing. Klien asing dari broker Global dan Asia memiliki kinerjanya lebih jelek dari klien domestic dari broker lokal, khususnya dalam periode investasi jangka pendek dan menengah.

Xu dan Wu (2010) mencoba membahas dan meneliti tentang efek informasi asimetris pada keputusan investasi perusahaan menggunakan kerangka opsi riil yang dapat ditelusuri dimana perusahaan menggunakan saham untuk pembiayaannya. Pada penelitian ini telah diasumsikan bahwa pihak diluar perusahaan tidak mengetahui informasi dan hanya orang dalam perusahaan yang mengetahui informasi. Hasilnya penelitian ini menyatakan yaitu "It is demonstrated that informational asymmetry significantly erodes the option value of waiting to invest and leads firm with good growth prospects to speed up investment." Model yang dipergunakan juga sangat konsisten dengan hasil empiris yang tersedia.

Bessler, Dobetz dan Gruninger (2011) melakukan penelitian mengenai keputusan investasi dengan kondisi informasi asimetris. Data yang dikumpulkan untuk analisis sebanyak 6.771 perusahaan di 42 negara dengan periode 1995 sampai dengan 2005. Penelitian ini menemukan hasil bahwa probabilitas penerbitan saham menurun dengan derajat informasi asimetris. Rendahnya informasi asimetris tidak hanya meningkatkan probabilitas penerbitan saham, tetapi perusahaan juga harus meningkatkan volume sahamnya. Penelitian ini juga menyimpulkan bahwa manager cenderung menerbitkan saham yang lebih besar ketika informasi asimetris sangat rendah dalam rangka menahan cadangan kas (to buffer cash reserves). Artinya, penelitian ini mendukung teori urutan pendanaan (pecking order theory).

Daftar Pustaka

Auronen, Lauri (2003); *Asymmetric Information: Theory and Applications*; Working Paper Helsinki University of Technology.

Bebczuk, Ricardo N. (2003); *Asymmetric Information in Financial Markets: Introduction and Applications*; Cambridge University Press.

Bessler, Wolfgang; Dobetz, W. And M. Gruninger (2010); *Information Asymmetry and Financing Decisions*; *International Review of Finance*, Vol.11, No.1; pp. 123 - 154.

Bharath, S.; Pasquariello, P. And Guojon Wu (2008); *Does Asymmetric Information Drive Capital Structure Decisions*; *Review of Financial Studies*, Vol. 22, No. 8; pp. 3211 – 3243.

Brennan, Michael and Alan Kraus (1987); *Efficient Financing under Information Asymmetry*; *Journal of Finance*, Vol. 42, No.5; pp. 1225 – 1243.

Brick, Ivan E.; Frierman, M. and Yu K, Kim (1998); Asymmetric Information Concerning the Variance of Cash Flows: The Capital Structure Choice; *International Economic Review*, Vol. 39, No. 3; pp. 745 – 761.

Brunnermeier, Markus K. (2001); *Asset Pricing under Assymmetric Information: Bubbles, Crashes, Technical Analysis and Herding*; Orford University Press.

Dierkens, Nathalie (1991); Information Asymmetry and Equity Issues; *Journal of Financial Quantitative Analysis*, Vol. 26, No. 2; pp. 181 – 199.

Doskeland, T. M. and Hans K. Hvide (2011); Do Individual Investors Have Asymmetric Information Based on Work Eksperience; *Journal of Finance*, Vol. 66, pp. 1011 – 1044.

Dvorak, T. (2005); Do Domestic Investors Have An Information Advantage; *Journal of Finance*, Vol. 60, No. 2; pp.817 – 839.

Jafee, Dwight M. And Thomas Russell (1976); Imperfect Information, Uncertainty and Credit Rating; *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 90; pp. 651 – 666.

Grossman, Sanford J., and Joseph E. Stiglitz (1980); "On the Impossibility of Informationally Efficient Markets"; *American Economic Review*, Vol. 70; pp. 393-408.

Hubbart, R. Glenn (1990); *Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment*; National Bereau of Economic Research.

Korajczyk, Rober A.; Lucas, D. and R. McDonalds (1992); Equity Issues with Time-Varying Asymmetric Information; *Journal of Financial Quantitative Analysis*, Vol. 27, No. 3; pp. 397 – 417.

Krishnaswami, S.; Spindt, P. A. and V. Subramaniam (1999); Information Asymmetry, Monitoring, and Placement Structure of Corporate Debt; *Journal of Financial Economics*, Vol. 51, No. 3; pp. 407 – 434.

Leary, M. T. Michael R. Roberts (2010); The Pecking Order, Debt Capacity and Information Asymmetry; *Journal of Financial Economics*, Vol. 95, No. 3; pp. 332 – 355.

Miller, Merton H. and Kevn Rock (1985); Dividend Policy under Asymmetric Information; *Journal of Finance*, Vol. 40, No. 4; pp. 1031 – 1051.

Meza, David D. and David C. Webb (1987); Too Much Investment: A Problem of Asymmetric Information; *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 102, No. 2; pp. 281 – 292

Morse, Dale (1980); "Asymmetrical Information in Securities Markets and Trading Volume." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 15, pp. 129 - 148.

Miller, M and K. Rock (1985); Dividend Policy under Asymmetric Information; Journal of Finance, Vol. 40, pp. 1031 – 1051.

Myers, S. C. and N. S. Majluf (1984); Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors do not Have; Journal of Financial Economics; Vol. 13, No. 2; pp. 187 – 221.

Narayanan, M. P. (1988); Debt versus Equity Under Asymmetric Information; Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 23, No. 1; pp. 39 - 51.

Noe, Thomas H. and M. J. Rebello (1996); Asymmetric Information, Managerial Opportunism, Financing, and Payout Policies; Journal of Finance, Vol. 51, No. 2; pp. 637 – 660.

Sufi, Amir (2007); Information Asymmetry and Financing Arrangement: Evidence from Syndicated Loans; Journal of Finance, Vol. 62, No. 2; pp. 629 – 668.

Wang, Jiang (1993); "A Model of Intertemporal Asset Prices under Asymmetric Information"; Review of Economic Studies, Vol. 60; pp. 249 - 282.

Wang, J. (2000); Foreign Trading and Market Volatility in Indonesia; Working Paper School of Finance – University of New South Wales.

Xu, Ruxing and Dan Wu (2010); Dynamic Investment under Asymmetric Information; Journal of Computers, Vol. 5, No. 8' pp. 1248 – 1255.