

Corporate Governance, Pengaruhnya Terhadap Kualitas Informasi Investor Atas Bumn Terprivatisasi

Dwi Lusi Tyasing Swastika
STIE Malangkuçewara Malang
lusiconsultant@yahoo.com

Abstract

Most of the SOEs in developing countries, especially Indonesia has a weakness governance, among other issues that cause agency problems of government intervention in the management of SOEs is high. Corporate governance is expected to serve to suppress or reduce the agency cost due asymmetric information, that the more managers (agent) know internal information and the company's prospects in the future compared with shareholders and stakeholders (principal). This research was conducted to determine the extent to which corporate governance is measured by Shareholders' Meeting Index, Board of Director Index, Firm's Transparency Index, affect the quality of investor information as indicated by the value of the bid-ask spread on investments in privatized SOEs. The research sample was privatized 11 SOEs for the period 2008-2011, totally 44 observations. By using multiple linear regression analysis, the results showed that Shareholders' Meeting Index of corporate governance significantly influences the quality of investor information.

Keywords: *asymmetric information, corporate governance, the quality of investor information, privatized SOEs.*

PENDAHULUAN

Privatisasi BUMN telah mampu membangun praktek *Good Corporate Governance* (GCG) lebih baik yang pada akhirnya memicu perbaikan kinerja (Boubakri *et al*, 1996; Megginson & Netter, 2001; Gompers, *et al* 2003; Cremers dan Nair, 2005). Namun sebagian besar BUMN di negara berkembang, terutama Indonesia memiliki kelemahan *governance*, antara lain masalah *agency problem* yang menyebabkan intervensi pemerintah dalam pengelolaan BUMN cukup tinggi (Wei *et al*, 2005). *Agency problem* timbul karena adanya konflik atau perbedaan kepentingan antara *principal* (pemilik perusahaan atau pihak yang memberikan mandat) dan

agent (manajer perusahaan atau pihak yang menerima mandat). *Agency theory* berusaha menjelaskan tentang penentuan kontrak yang paling efisien yang bisa membatasi konflik atau *agency problem* (Jensen & Meckling, 1976 dan Eisenhardt, 1989). Perspektif hubungan keagenan merupakan dasar yang digunakan untuk memahami *corporate governance* (Ujiyantho & Pramuka, 2007). *Corporate governance* diharapkan dapat berfungsi untuk menekan atau menurunkan *agency cost* (Shleifer & Vishny, 1997). *Agency cost* muncul akibat adanya *asymmetric information*, bahwa pihak manajer lebih mengetahui informasi internal dan prospek perusahaan di masa yang akan datang dibandingkan dengan

pemegang saham dan *stakeholder* lainnya. Akibatnya informasi yang diperoleh *principal* kurang lengkap sehingga tetap tidak dapat menjelaskan kinerja *agent* yang sesungguhnya dalam mengelola kekayaan *principal* yang telah dipercayakan kepada *agent* (Arifin, 2005).

Investor sebagai *principal* membutuhkan informasi yang berkualitas untuk mengetahui kinerja perusahaan tempat berinvestasi. Likuiditas menjadi salah satu faktor penting yang diperhatikan investor dalam pengambilan keputusan investasi selain dua faktor penting lainnya yaitu *return* dan risiko (Frensidy, 2008). Secara teori, suatu aset disebut likuid jika aset itu dapat ditransaksikan dalam waktu singkat, dengan biaya murah, dalam jumlah besar, dan tanpa perubahan harga (*market impact*). Harris dalam Satiari (2009) menemukan bahwa pasar saham yang likuid ditunjukkan dengan *bid-ask spread* yang kecil, besarnya *depth*, dan tingginya volume perdagangan. *Spread* yaitu selisih antara harga jual terbaik dan harga beli terbaik. Jika besaran *spread* itu dibagi rata-rata harga jual terbaik dan harga beli terbaik, kita akan mendapatkan *spread* relatif. *Spread* relatif ini adalah faktor penting yang dipertimbangkan investor dalam memutuskan untuk menggunakan *market order* atau *limit order* (Frensidy, 2008).

Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui sejauh mana *corporate governance* mempengaruhi kualitas informasi investor yang ditunjukkan dengan nilai *bid-ask spread* atas investasi yang dilakukan pada BUMN terprivatisasi. Anglin *et al* (2011) menemukan adanya pengaruh

antara *corporate governance* dengan *bid-ask spread* sebagai proksi dari *asymmetric information* pada *Real Estate Investment Trusts* (REITs).

KAJIAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Corporate Governance

Corporate governance merupakan suatu proses dan struktur yang digunakan oleh organ perusahaan (pemegang saham/pemilik modal, komisaris/dewan pengawas, dan direksi) untuk meningkatkan keberhasilan usaha dan akuntabilitas perusahaan guna mewujudkan nilai pemegang saham dalam jangka panjang dengan tetap memperhatikan kepentingan *stakeholder* lainnya, berlandaskan peraturan perundang-undangan dan nilai-nilai etika (Sutedi, 2011). Sementara itu Maksum (2005) menyatakan bahwa *corporate governance* itu adalah suatu sistem yang dibangun untuk mengarahkan dan mengendalikan perusahaan sehingga tercipta tata hubungan yang baik, adil dan transparan di antara berbagai pihak yang terkait dan memiliki kepentingan (*stakeholder*) dalam perusahaan. Pihak-pihak terkait dimaksud terdiri atas (Arifin, 2005) pihak internal yang meliputi dewan komisaris, direksi, dan karyawan yang bertugas mengelola perusahaan dan pihak eksternal yang meliputi investor, kreditor, pemerintah, masyarakat dan pihak-pihak lain yang berkepentingan (*stakeholders*).

Kualitas Informasi Investor

Kualitas informasi investor dalam penelitian ini merupakan *asymmetric information*, yaitu informasi yang tidak seimbang, disebabkan adanya distribusi informasi yang tidak

sama antara *principal* dan *agent* (Arifin, 2005). Dalam hal ini *principal* seharusnya memperoleh informasi yang dibutuhkan dalam mengukur tingkat hasil yang diperoleh dari usaha *agent*, namun ternyata informasi tentang ukuran keberhasilan yang diperoleh oleh *principal* tidak seluruhnya disajikan oleh *agent*.

Asymmetric information, dapat menimbulkan 2 (dua) permasalahan yang disebabkan adanya kesulitan *principal* untuk memonitor dan melakukan kontrol terhadap tindakan-tindakan *agent*, yaitu (1) *Moral Hazard*, merupakan permasalahan yang muncul jika *agent* tidak melaksanakan hal-hal yang telah disepakati bersama dalam kontrak kerja; dan (2) *Adverse selection*, merupakan suatu keadaan saat *principal* tidak dapat mengetahui apakah suatu keputusan yang diambil oleh *agent* benar-benar didasarkan atas informasi yang telah diperolehnya, atau terjadi sebagai sebuah kelalaian dalam tugas (Jensen & Meckling, 1976).

Kualitas informasi investor dalam penelitian ini diprosikan dengan *bid-ask spread* (Atkins & Dyl, 1990; Anglin *et al*, 2011), karena *bid-ask spread* merupakan faktor yang dipertimbangkan investor untuk mengambil keputusan apakah menahan atau menjual saham tersebut (Hadi, 2008; Satiari, 2009). *Bid-Ask Spread* (Atkins & Dyl, 1990) mempengaruhi frekuensi perdagangan dan menyebabkan investor mengharapkan untuk menahan lebih panjang (pendek) asset yang memiliki biaya transaksi yang lebih tinggi (rendah). Hal yang harus diperhatikan investor untuk memutuskan membeli atau menjual pada

harga tertentu yaitu mengetahui seberapa besar perbedaan (*spread*) antara permintaan beli (*bid*) dan harga tawaran jual (*ask*). *Bid-Ask Spread* yang merupakan fungsi dari *transaction cost* diprediksi bahwa *asset* yang memiliki *spread* yang lebih besar menghasilkan *expected return* yang lebih tinggi pula, akibatnya investor menyimpan saham atau *holding period* yang panjang (Stoll, 1983).

Pengembangan Hipotesis

Agency Theory menggambarkan adanya perilaku dari manajer/*agent* untuk bertindak hanya untuk menguntungkan dirinya sendiri dengan mengorbankan kepentingan pihak lain/pemilik/*principal*, dapat terjadi karena manajer/*agent* mempunyai informasi yang lengkap mengenai perusahaan, sedangkan informasi tersebut tidak dimiliki oleh pemilik perusahaan/*principal*, sehingga timbul *asymmetric information* (Arifin, 2005). Kondisi ini menimbulkan tata kelola perusahaan (*corporate governance*) yang kurang sehat karena tidak adanya keterbukaan dari manajemen untuk mengungkapkan hasil kinerjanya kepada *principal* sebagai pemilik perusahaan. *Agency Theory* menganalisis dan mencari solusi atas dua permasalahan yang muncul dalam hubungan antara para *principal* (pemilik/pemegang saham) dan *agent* mereka (manajemen). Berdasarkan kondisi semacam ini, dibutuhkan sistem tata kelola yang baik pada perusahaan (*Good Corporate Governance/GCG*). Adanya pengaruh antara *corporate governance* dengan *asymmetric information* ditemukan oleh Bianco, Ghosh, dan Sirmans (2007) Bauer, Eichholtz, dan Kok (2010); Anglin *et al* (2011).

Berdasarkan informasi di atas, hipotesis dalam penelitian ini diajukan sebagai berikut:

H_1 : *corporate governance* berpengaruh signifikan terhadap kualitas informasi investor.

METODE PENELITIAN

Jenis Penelitian

Penelitian kausalitas yaitu penelitian yang ingin mencari penjelasan dalam bentuk hubungan sebab akibat (*cause-effect*) antar beberapa variabel (Ferdinand, 2006).

Variabel Penelitian

Independent Variable, yaitu *corporate governance* (CG), diproksikan menggunakan tiga ukuran (Hu *et al*, 2004), yaitu (1) *Shareholders' Meeting Index*(SMI), yaitu indeks Rapat Umum Pemegang Saham yang diperoleh dari jumlah; (2) *Board of Director Index*(BDI), yaitu indeks dewan direksi yang diperoleh dari besarnya persentase dewan direksi dibandingkan dengan dewan komisaris; dan (3) *Firm's Transparency Index*(FTI), yaitu indeks transparansi perusahaan diperoleh dari besarnya persentase auditor eksternal yang dipergunakan perusahaan.

Dependent Variable, yaitu kualitas informasi investor (KII) yang merupakan *asymmetric information* yang diproksikan menggunakan *bid-ask spread* (Atkins & Dyl, 1997; Satiari, 2009; Anglin *et al*, 2011), yaitu besarnya persentase selisih harga beli tertinggi dengan *trader* bersedia membeli suatu saham dengan harga jual terendah yang *trader* bersedia menjual saham tersebut.

*Bid-Ask Spread*_{*i,t*} : rata-rata *bid-ask spread* harian selama hari perdagangan *i* pada saat *t*.

$$Bid-Ask Spread_{i,t} = \frac{\sum_{a=1}^N \frac{ask_{i,t} - bid_{i,t}}{(ask_{i,t} + bid_{i,t})/2}}{N} \times 100\%$$

$ask_{i,t}$: harga permintaan jual terendah *i* pada saat *t*.

$bid_{i,t}$: harga penawaran beli tertinggi *i* pada saat *t*.

N : jumlah hari perdagangan.

Control Variable, terdiri dari: (1) *Leverage*(Lev), merupakan persentase kewajiban perusahaan yang diukur menggunakan perimbangan antara total kewajiban dengan total aktiva (Anglin *et al*, 2011); (2) Struktur Kepemilikan (StKep), merupakan besarnya persentase kepemilikan publik, setelah BUMN di privatisasi (Mathur & Wanrapee, 2007; Razak *et al.*, 2011); (3) *Stock Return*(StRet), merupakan *return* yang diterima investor di hitung menggunakan *abnormal return* yang merupakan selisih antara *actual return* dengan *expected return* (Johnson, *et al.*, 2005; Gumanti, 2011); dan (4) *Market Value of Equity*(MarVal), merupakan nilai pasar saham yang dimiliki oleh investor (Anglin *et al*, 2011; Razak *et al.*, 2011).

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh BUMN RI sektor non keuangan yang diprivatisasi melalui *Initial Public Offering* (IPO) mulai tahun 1991 sampai dengan 2007, sebanyak 11 BUMN (Semen Gresik, Indosat, Tambang Timah, Telkom, Aneka Tambang, Kimia Farma, Indofarma, tambang Batu Bara Bukit Asam,

Perusahaan Gas Negara, Adhi Karya, dan Wijaya Karya). Sampel terpilih sebanyak populasi, sehingga metode pemilihan sampel menggunakan sensus. Tahun yang dianalisis mulai tahun 2008 sampai dengan 2011, karena salah satu dari BUMN, diprivatisasi pada tahun 2007 (PT Wijaya Karya). Jumlah seluruh pengamatan ada 44 buah.

Teknik Analisis

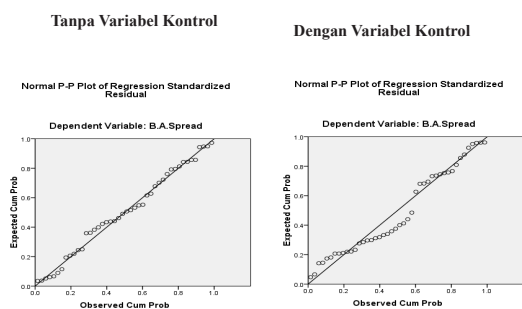
Data hasil penelitian dianalisis menggunakan analisis regresi linier, dengan formulasi sebagai berikut:

$$KII = \alpha + \beta CG + \gamma Controls + \varepsilon$$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Sebanyak 11 BUMN sektor non keuangan yang diprivatisasi melalui IPO, dengan tahun analisis mulai 2008 sampai dengan 2011, sehingga jumlah data yang dianalisis sebanyak 44 amatan.

Hasil pengujian asumsi klasik ditunjukkan sebagai berikut:



Gambar 1.
Uji Normalitas

Sumber: data diolah.

Gambar 1 hasil uji normalitas melalui *Normal P-Plot Diagram*, menunjukkan bahwaterdapat titik-titik data yang menyebar mendekati garis normal (Ghozali, 2007), sehingga asumsi normalitas terpenuhi.

Tabel 1.
Uji Multikolinieritas

Tanpa Variabel Kontrol			Dengan Variabel Kontrol		
Collinearity Statistics			Collinearity Statistics		
Variable	Tolerance	VIF	Variable	Tolerance	VIF
SMI	0,908	1,101	SMI	0,800	1,249
BDI	0,709	1,410	BDI	0,605	1,654
FTI	0,759	1,318	FTI	0,655	1,527
			Lev	0,840	1,191
			StKep	0,722	1,386
			StRet	0,730	1,369
			MarVal	0,499	2,002

Sumber: data diolah.

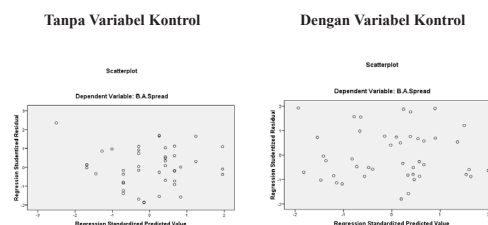
Tabel 1 hasil uji multikolinieritas menunjukkan bahwa semua *independent variable* tidak terdapat multikolinieritas atau tidak berkorelasi antar *independent variabel*, batas nilai Tolerance adalah 1 dan nilai VIF adalah 10 (Ghozali, 2007).

Tabel 2.
Uji Autokorelasi

Keterangan	du	4 - du	DW
Tanpa Variabel Kontrol	1,7200	2,2800	1,784
Dengan Variabel Kontrol	1,9002	2,0998	1,956

Sumber: data diolah

Tabel 2 hasil uji autokorelasi menunjukkan bahwa semua model regresi menghasilkan nilai $(du) < DW < (4-du)$, sehingga tidak terdapat autokorelasi (Gujarati, 2006).



Gambar 2.
Uji Heterokedastisitas

Sumber: data diolah.

Gambar 2 hasil uji heterokedastisitas melalui *Scatterplot Diagram*, menunjukkan

bahwa titik-titik data menyebar di atas dan dibawah angka 0 tanpa membentuk pola (Ghozali, 2007), sehingga dalam model regresi tidak terjadi heterokedastisitas.

Berdasarkan semua hasil pengujian asumsi klasik menunjukkan bahwa model analisis regresi linier berganda sesuai digunakan dalam penelitian ini.

Hasil analisis regresi linier berganda ditunjukkan sebagai berikut:

Tabel 3.
Hasil Analisis Regresi Linier
Corporate Governanceterhadap Bid-Ask
Spread
(Tanpa Variabel Kontrol)

R ²	0,233	
F-hitung	4,057	Sig. 0,013*
SMI	$\beta = -0,356$	Sig. 0,019*
BDI	$\beta = -0,232$	Sig. 0,166
FTI	$\beta = -0,043$	Sig. 0,787

*Signifikan pada $\alpha = 0,05$.

Sumber: data diolah.

Tabel 3 menunjukkan bahwa *corporate governance* berpengaruh signifikan terhadap kualitas informasi investor yang diprosikan menggunakan *bid-ask spread*. Ukuran *corporate governance* menggunakan *Shareholders' Meeting Index*(SMI) merupakan ukuran yang paling signifikan mempengaruhi kualitas informasi investor (KII). Pengaruh negatif SMI terhadap KII mengindikasikan bahwa terdapat pengaruh yang berbanding terbalik, artinya dengan semakin besarnya SMI akan menurunkan KII. Temuan

ini tidak mendukung penelitian Anglin *et al* (2011). Hal ini disebabkan upaya penyehatan BUMN melalui privatisasi, belum sepenuhnya saham pemerintah di lepas kepada publik, artinya dominasi pemerintah atas saham BUMN masih cukup tinggi, sehingga pada saat dilakukan RUPS suara dari publik belum mampu mendominasi.

sil Analisis Regresi Linier
Corporate Governanceterhadap Bid-Ask
Spread
(dengan Variabel Kontrol)

R ²	0,440	
F-hitung	4,046	Sig. 0,002*
SMI	$\beta = -0,297$	Sig. 0,040*
BDI	$\beta = -0,121$	Sig. 0,455
FTI	$\beta = 0,160$	Sig. 0,307
Lev	$\beta = 0,175$	Sig. 0,206
StKep	$\beta = 0,107$	Sig. 0,471
StRet	$\beta = 0,399$	Sig. 0,010*
MarVal	$\beta = -0,490$	Sig. 0,009*

*Signifikan pada $\alpha = 0,05$.

Sumber: data diolah.

Tabel 4 menunjukkan bahwa *corporate governance* berpengaruh signifikan terhadap kualitas informasi investor yang diprosikan menggunakan *bid-ask spread*. Independen variabel yang signifikan mempengaruhi kualitas informasi investor (KII) adalah *corporate governance* yang diukur menggunakan *Shareholders' Meeting Index*(SMI). Sedangkan kontrol variabel yang signifikan mempengaruhi

kualitas informasi investor (KII) adalah *stock return* (StRet) dan *market value of equity* (MarVal). *Stock return* signifikan mempengaruhi kualitas informasi investor mengindikasikan bahwa semakin tingginya perolehan *return* atas investasi yang dilakukan investor, menunjukkan semakin berkualitasnya informasi yang diperlukan dan diterima investor. Sementara itu, *market value of equity* signifikan mempengaruhi kualitas informasi investor mengindikasikan bahwa semakin besarnya nilai pasar atas ekuitas yang diperdagangkan, merupakan informasi yang berkualitas bagi investor. Nilai pasar ekuitas merupakan cerminan dari banyaknya ekuitas dalam bentuk saham yang diperdagangkan di pasar. Semakin banyak saham yang diperdagangkan (*outstanding*), semakin besar pula nilai pasar suatu saham. Dengan nilai pasar yang besar, menunjukkan bahwa ekuitas yang diperdagangkan, diminati oleh investor, karena mampu menghasilkan *return* yang diharapkan. Temuan ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Johnson, *et al* (2005), Anglin *et al* (2011), dan Razak *et al* (2011).

PENUTUP / SIMPULAN

Corporate governance dengan ukuran *Shareholders' Meeting Index* (SMI), secara signifikan berpengaruh terhadap kualitas informasi investor yang diproksikan dengan *bid-ask spread*, namun pengaruh yang terjadi adalah negatif. Hal ini mengindikasikan bahwa semakin besarnya *Shareholders' Meeting Index* akan menurunkan kualitas informasi investor. Hal ini disebabkan upaya penyehatan BUMN melalui privatisasi, mayoritas saham masih berada di tangan pemerintah, sehingga campur

tangan pemerintah sebagai bentuk kontrol masih cukup dominan.

Penelitian berikutnya diharapkan dapat dilakukan untuk menemukan pengaruh *corporate governance* terhadap kualitas informasi investor, namun dengan proksi yang berbeda. Ukuran *corporate governance* sangat beragam. Belum ada standar pasti untuk ukuran *corporate governance*, namun di Indonesia telah dikembangkan *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) yang dikeluarkan oleh IICG, namun belum semua perusahaan *go public* maupun BUMN terprivatisasi menggunakan ukuran tersebut.

Beragamnya indikator pengukuran *corporate governance*, akan dapat memberikan hasil analisis yang beragam pula, terutama untuk BUMN terprivatisasi. Proksi kualitas informasi investor dalam penelitian ini mengacu kepada *asymmetric information*. Diharapkan peneliti selanjutnya dapat melakukan eksplorasi untuk proksi lainnya sehubungan dengan kualitas informasi investor, karena selama ini penelitian lebih banyak menganalisis kualitas informasi dari sisi pelaporan keuangan.

DAFTAR PUSTAKA

Anglin, Paul; Edelstein, Robert; Gao, Yanmin and Tsang, Desmond (2011) How Does Corporate Governance Affect the Quality of Investor Information? The Curious Case of REITs. *JRER*, Vol. 33, No. 1, pp. 1 – 23.

Arifin (2005) *Peran Akuntan Dalam Menegakkan Prinsip Good Corporate Governance Pada Perusahaan Di Indonesia (Tinjauan Perspektif Teori*

- Keagenan). Disampaikan Pada Sidang Senat Guru Besar Universitas Diponegoro Dalam Rangka Pengusulan Jabatan Guru Besar Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro. Semarang.
- Atkins, Allen B. dan Dyl, Edward A (1997) *Transaction costs and Holding Period for common stocks. The Journal of Finance. Vol. III. No. 1. pp. 309-325.*
- Bauer, R., P. Eichholtz, and N. Kok. (2010) Corporate Governance and Performance: The REIT Effect. *Real Estate Economics*, 38:1, 1–29.
- Bianco, C., C. Ghosh, and C.F. Sirmans (2007) The Impact of Corporate Governance on the Performance of REITs. *Journal of Portfolio Management*, 33, 175–91.
- Boubakri, Narjess and Cosset, Jean-Claude (1996) *The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms: Evidence from Developing Countries.* Faculté des sciences de l'administration. Université Laval. Quebec, Canada.
- Chung, Kee H. and Kim, Youngsoo (2009) Volatility, Market Structure, and the Bid-Ask Spread. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies. Vol. 38. No. 1, pp 67-107.*
- Cremers, K.J.M. and V.B. Nair. (2005) Governance Mechanisms and Equity Prices. *Journal of Finance*, 25:6, 2859–93.
- Eisenhardt, Kathleem. M (1989) Agency Theory: An Assesment And Review, *Academy of Management Review*, 14, pp.57-74.
- Ferdinand,Agusty(2006)*Metode Penelitian Manajemen, Pedoman Penelitian untuk Penulisan Skripsi, Tesis, dan Disertasi Ilmu Manajemen.* Edisi Kedua. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Frensidy, Budi (2008) *Determinan Bid-Ask Spread Saham-Saham Dalam Kompas 100 Di Bursa Efek Indonesia.* FE UI. Depok.
- Ghozali, Imam (2007) *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS.* Cetakan IV. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gompers,P.A.,J. Ishii, andA. Metrick(2003) Corporate Governance and Equity Prices. *Quarterly Journal of Economics*, 118, 107–55.
- Gujarati, Damodar (2006)*Dasar-Dasar Ekonometrika.*Jakarta: Erlangga.
- Gumanti, Tatang Ary (2011) *Manajemen Investasi, Konsep, Teori, dan Aplikasi.* Jakarta: Mitra Wacana Media.
- Hadi, Helmy Yulianto (2008) Analisis Pengaruh Bid-Ask Spread, Market Value, Dan Resiko Saham Terhadap Holding Period (Studi Kasus Pada Saham-Saham LQ 45 Periode 2003-2005). *Tesis.*
- Handa, P. and Schwartz, R.A (1996) How Best to Supply Liquidity to a Securities Market. *Journal of Portfolio Management* , Winter, pp. 44-51.
- Jensen, Michael, and William Meckling (1976) Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure.*Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.

- Johnson, Shane A.; Moorman, Ted; and Sorescu, Sorin (2005) *Governance, Stock Return and Market Efficiency*. Texas A & M University.
- Maksum, Azhar (2005) *Tinjauan Atas Good Corporate Governance Di Indonesia*. Pidato Pengukuhan Jabatan Guru Besar Tetap Dalam Bidang Ilmu Akuntansi Manajemen Pada Fakultas Ekonomi. Universitas Sumatera Utara. Medan.
- Mathur, Ike and Banchuenvijit, Wanrapee (2007) The Effects of Privatization on The Performance of Newly Privatized Firms in Emerging Markets. *Emerging Markets Review* 8 (2007) pages 134 – 146.
- Megginson, William L. and Netter, Jeffrey M (2001) From State To Market: A Survey Of Empirical Studies On Privatization.
- Myring, Mark and Shortridge, Rebecca Toppe (2010) Corporate Governance and the Quality of Financial Disclosures. *International Business & Economics Research Journal – June, Volume 9, Number 6, pp. 103-110*.
- Razak, Nazrul Hisyam Ab; Ahmad, Rubi Ahmad; and Joher, Huson Aliahmed (2011) Does Government Linked Companies (GLCs) perform better than non-GLCs? Evidence from Malaysian listed companies. *Journal of Applied Finance & Banking, Vol.1, No.1, 2011. pp. 213-240*. International Scientific Press.
- Samusenko, Yegor. *Corporate Governance Effects on Performance and Wealth Metrics of Firms in Transition Economies*. ysamusenko@eerc.kiev.ua.
- Satiari, Fitria (2009) Analisis Perbedaan Sistem Fraksi Harga Saham Terhadap Variabel *Bid-ask Spread, Depth*, Dan Volume Perdagangan (Studi Pada Fraksi Harga Rp. 10, Rp. 25, Rp. 50 Di Bursa Efek Indonesia). *Tesis*.
- Solomon, J.F., Solomon, A., dan Park, C. (2002), The role of institutional investors in corporate governance reform in South Korea: Some empirical evidence, *Corporate Governance: An International Review*, 10 (3), July: 211 – 224.
- Stoll, Hans R. (1983) Transaction Costs And The Small Firm Effect. *Journal of Financial Economics. Vol. 12. p. 57-80*.
- Sutedi, Adrian (2011) *Good Corporate Governance*. Jakarta: Sinar Grafika.
- Ujiyantho, Muh Arif dan Pramuka, Bambang Agus (2007) Mekanisme Corporate Governance, Manajemen Laba Dan Kinerja Keuangan (Studi Pada Perusahaan Go Publik Sektor Manufaktur). *Simposium Nasional Akuntansi (SNA) X Padang, Makassar, 26-28 Juli*.
- Wei, Zuobao; Xie, Feixue and Zhang, Shaorong (2005) Ownership Structure and Firm Value in China's Privatized Firms: 1991-2001. *Journal of Financial And Quantitative Analysis Vol. 40. No. 1, March 2005. Page 87 – 108*.
- Wen, Yue-Fang (2007) The Effect of Corporate Governance on Quality of

Information Disclosure Evidence from Treasury Stock Announcement in Taiwan. *Journal of International Management Studies*. August, pp 165-173.

Schoorman, F.D., R.C. Mayer, et al. (2007). An Integrative Model of Organizational Trust: Past, Present and Future, *Academy of Management Review*, 32 (2), 344-354