

**ANTISIPASI PASAR TERHADAP PERUBAHAN PERINGKAT  
OBLIGASI: STUDI EMPIRIS DARI EMITEN YANG DINILAI OLEH PT  
PEMERINGKAT EFEK INDONESIA (PT PEFINDO)**

**ABDUR RAKHMAN WIJAYA\*<sup>1</sup>**  
**NURUL WIDYAWATI ISLAMI RAHAYU<sup>2</sup>**  
**ABDUL ROKHIM<sup>3</sup>**

<sup>1,2,3</sup>UIN Kiai Haji Achmad Siddiq Jember

\*<sup>1</sup>Email: abdurrahmanwijaya@uinkhas.ac.id

**ABSTRAK**

Dengan mempertimbangkan faktor antisipasi pasar, penelitian ini melihat pengaruh perubahan peringkat obligasi terhadap *return saham*. Konsentrasi kepemilikan saham dan rata-rata kumulatif pengembalian abnormal berfungsi sebagai indikator antisipasi pasar dan *return saham*. 40 sampel yang diperoleh lalu diuji menggunakan analisis *one-sample t-test*. Contoh kriteria terdiri dari korporasi yang tercatat sebagai penerbit saham dan obligasi, telah dinilai oleh PT Pemeringkat Efek Indonesia (PT PEFINDO), dan telah mengalami perubahan peringkat antara tahun 2014 dan 2018. Temuan ini menunjukkan bahwa perubahan peringkat obligasi, termasuk peningkatan dan penurunan peringkat, secara substansial dipengaruhi oleh *return saham*. Hasilnya juga menunjukkan bahwa pasar telah mengantisipasi informasi yang berasal dari perubahan peringkat obligasi.

**Kata Kunci:** Perubahan peringkat obligasi, antisipasi pasar, konsentrasi kepemilikan saham, *return saham*

## I. PENDAHULUAN

Investor membutuhkan pengetahuan untuk membuat keputusan investasi yang tepat. Pengetahuan sangat berharga dan mengurangi ambiguitas dalam investasi. Misalnya, data mengenai modifikasi peringkat obligasi yang dirilis oleh lembaga pemeringkat kadang-kadang disebut sebagai informasi yang dapat mengurangi ketidakpastian dalam investasi saham. Pentingnya pengetahuan ini telah menjadi subjek perselisihan yang berkelanjutan dan sering terjadi di antara akademisi dari disiplin ilmu lain. (Hirshleifer, 1973; Stigler, 1961) (Amin, Jain, & Malik, 2020; Brogaard, Koski, & Siegel, 2019; Chen, Gaver, & Pottier, 2018; Chen & Pottier, 2018; Ederington, Goh, Lee, & Yang, 2018; Hu & Prokop, 2016; Lobão, Pacheco, & Campos, 2019; Miyamoto, 2016)

Alasan utama adalah kapasitas lembaga pemeringkat untuk mendapatkan informasi dari sumber internal perusahaan dan menganalisis kinerja keuangannya sebagai dasar untuk membuat perubahan peringkat obligasi. Lembaga pemeringkat akan

melakukan wawancara langsung dengan manajemen perusahaan untuk menilai prospek dan kinerja perusahaan. Mereka juga akan menganalisis kinerja keuangan perusahaan, dengan fokus pada potensinya untuk menciptakan keuntungan dan risiko gagal bayar atau keterlambatan pembayaran kupon obligasi. Kemampuan ini tidak diragukan lagi merupakan informasi baru dan relevan, yang dapat berkontribusi pada pengurangan asimetri informasi antara perusahaan dan investor saham, sehingga memungkinkan mereka untuk membuat keputusan investasi yang lebih tepat. (Akerlof, 1970; Amin dkk., 2020; Ederington dkk., 2018; Hubler, Louargant, Laroche, & Ory, 2019; Spence, 1973).

Namun, penyesuaian peringkat obligasi yang dilakukan oleh lembaga pemeringkat juga memiliki keterbatasan dan tidak dapat digunakan oleh investor untuk membuat keputusan investasi yang lebih tepat. Dua variabel utama menyebabkan pengabaian revisi peringkat obligasi oleh lembaga

pemeringkat dan kurangnya dampaknya terhadap *return saham*. *Awalnya*, adanya potensi konflik kepentingan dalam perusahaan pemeringkat mempengaruhi keakuratan peringkat obligasi. *Selain* itu, pasar dapat mengantisipasi kemungkinan perubahan peringkat obligasi.

Perubahan peringkat obligasi merupakan salah satu faktor penting yang dapat memengaruhi dinamika pasar keuangan, terutama bagi investor yang memiliki eksposur terhadap instrumen tersebut. Peringkat obligasi diberikan oleh lembaga pemeringkat efek, yang bertujuan untuk memberikan gambaran mengenai tingkat risiko yang terkait dengan instrumen tersebut. PT Pemeringkat Efek Indonesia (PT PEFINDO) merupakan salah satu lembaga pemeringkat yang memiliki peran penting dalam memberikan informasi tentang kualitas kredit perusahaan yang mengeluarkan obligasi. Oleh karena itu, perubahan peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh PT PEFINDO dapat memberikan dampak yang signifikan terhadap keputusan

investasi, serta memengaruhi persepsi pasar terhadap stabilitas keuangan perusahaan.

Peringkat obligasi yang lebih rendah dapat menandakan peningkatan risiko gagal bayar, sementara peringkat yang lebih tinggi mengindikasikan penurunan risiko tersebut. Sebagai konsekuensinya, investor mungkin akan menilai kembali portofolio mereka, dan mengambil keputusan untuk membeli, menjual, atau menahan obligasi berdasarkan perubahan peringkat tersebut. Dampak perubahan peringkat terhadap harga obligasi dan kinerja pasar saham seringkali menjadi sorotan dalam penelitian pasar modal. Oleh karena itu, penting untuk memahami bagaimana pasar merespons perubahan peringkat obligasi yang dilakukan oleh PT PEFINDO.

Penelitian tentang dampak perubahan peringkat obligasi terhadap pasar saham dan perilaku investor di Indonesia masih terbatas. Beberapa studi menunjukkan bahwa reaksi pasar terhadap perubahan peringkat kredit bisa berbeda-beda tergantung pada kondisi ekonomi,

karakteristik perusahaan, dan faktor lainnya. Di sisi lain, terdapat perbedaan pandangan mengenai sejauh mana pasar mampu mengantisipasi perubahan peringkat tersebut. Beberapa pihak berpendapat bahwa pasar sudah cukup efisien dalam memprediksi perubahan tersebut, sementara yang lain menganggap bahwa reaksi pasar terhadap perubahan peringkat obligasi lebih didorong oleh faktor psikologis dan spekulatif.

Selain itu, respons pasar terhadap perubahan peringkat obligasi juga sangat bergantung pada jenis industri dan sektor ekonomi di mana emiten beroperasi. Emiten yang bergerak di sektor yang lebih stabil dan mapan cenderung memiliki respons yang berbeda dibandingkan

dengan emiten dari sektor yang lebih rentan terhadap fluktuasi ekonomi. Oleh karena itu, studi empiris mengenai dampak perubahan peringkat obligasi yang dinilai oleh PT PEFINDO pada berbagai sektor industri di Indonesia menjadi penting untuk memberikan gambaran yang lebih komprehensif mengenai bagaimana pasar bereaksi terhadap perubahan tersebut.

Studi ini menyarankan dua hipotesis berikut dengan pernyataan ini:

H1: Perubahan peringkat obligasi masih merupakan informasi baru dan relevan bagi pasar

H2: Pasar dapat mengantisipasi perubahan peringkat obligasi, informasi

## II. TINJAUAN PUSTAKA

### 2.1. Landasan Teoritis

Asimetri informasi akan tetap ada antara dua pihak yang bertransaksi di ranah ekonomi. Chae (2005) mendefinisikan ketimpangan informasi sebagai perbedaan informasi yang dimiliki oleh pihak-pihak yang terlibat dalam suatu

transaksi. Akerlof (1970) menjelaskan teori ini menggunakan contoh langsung, khususnya pertukaran pembelian dan penjualan mobil bekas. Ketidakcocokan informasi mengenai transaksi terletak pada kurangnya pengetahuan pembeli yang tepat mengenai kualitas mobil

bekas yang dijual oleh penjual. Sebaliknya, vendor mungkin mengeksploitasi kurangnya pengetahuan pembeli dengan gagal membedakan harga antara mobil bekas yang bagus dan berkualitas buruk.

Menurut uraian teori ketimpangan informasi di atas, ketimpangan informasi akan selalu bertahan, bahkan di dalam pasar modal. Menurut Hasbrouck (1991), isu-isu ini akan memberikan pengaruh yang stabil dan dapat diprediksi pada harga sekuritas.

Lembaga pemeringkat adalah entitas eksternal yang dapat mengurangi kesenjangan informasi. Listoken dan Taibleson (2010) dalam Rhee (2015) berpendapat bahwa pembentukan lembaga pemeringkat bertujuan untuk mengatasi asimetri informasi antara penerbit obligasi dan investor.

Informasi dalam pengumuman perubahan peringkat obligasi yang diterbitkan oleh lembaga pemeringkat akan bermanfaat jika investor menganggapnya signifikan, atau dengan kata lain, berdasarkan peristiwa yang diantisipasi. Menurut

Jayaraman, Maldelker, dan Shastri (1991), pengembalian pasar atas saham perusahaan yang mengalami suatu peristiwa tidak akan terpengaruh jika mengantisipasi atau memprediksi peristiwa tersebut sebelum terjadinya.

## **2.2. Tinjauan Penelitian Sebelumnya**

Glascoock, Davidson, dan Henderson (1987) membahas pengaruh peringkat obligasi terhadap *return saham*. Peringkat obligasi yang digunakan adalah data peringkat yang dikeluarkan oleh *Moody's* dari tahun 1977-1981. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *return saham* turun ketika pengumuman peringkat obligasi diturunkan. Peningkatan peringkat obligasi tidak signifikan dalam penelitian ini. Hasilnya menggambarkan bahwa pasar saham lambat menanggapi informasi tentang perubahan peringkat obligasi; Dengan kata lain, pasar tidak dapat mengantisipasi peristiwa tersebut.

## **2.3 Pengembangan Hipotesis Penelitian**

Studi ini menyarankan dua hipotesis berikut dengan pernyataan ini:

H1: Perubahan peringkat obligasi masih merupakan informasi baru dan relevan bagi pasar

(H1a : Peningkatan peringkat obligasi berdampak positif pada *return saham*)

(H1b : Penurunan peringkat obligasi berdampak negatif pada *return saham*)

H2: Pasar dapat mengantisipasi informasi perubahan peringkat obligasi

(H2a : Peningkatan peringkat obligasi berdampak positif terhadap *return saham* hanya sebelum pengumuman diterbitkan (untuk perusahaan yang terdispersi))

(H2b: Peningkatan peringkat obligasi berdampak negatif pada *return saham* hanya sebelum pengumuman dipublikasikan (untuk perusahaan yang terdispersi))

### III. METODE PENELITIAN

#### 3.1. Sampel

Penentuan sampel penelitian sangat penting agar dapat menggambarkan populasi dengan baik. Neuman (2014: 252) mengatakan bahwa sampel yang diambil diharapkan dapat menghasilkan kesimpulan yang dapat mewakili populasi. Cooper dan Schindler (2014: 338) juga mengatakan bahwa, secara lebih rinci sampel didefinisikan sebagai kumpulan kasus, peserta, peristiwa, atau rekaman yang dapat

menggambarkan suatu populasi.

Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) sebagai penerbit obligasi dan saham sejak tahun 2014 hingga 2018. Kemudian perusahaan yang obligasinya dinilai oleh PT PEFINDO, masih beredar dan mengalami perubahan dan laporan keuangan bulanan dari tahun 2014-2018 diharapkan dapat menjadi sampel yang dapat mewakili populasi penelitian.

Metode pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *metode non-probability sampling*, terutama *purposive sampling* dari jenis *judgment sampling*. Metode *pengambilan sampel purposive tipe judgment sampling* didefinisikan oleh Cooper and Schindler (2014: 359) sebagai pemilihan sampel oleh peneliti untuk dapat memenuhi beberapa kriteria yang ditentukan. Berikut kriteria pengambilan sampel dalam penelitian ini:

- a. Perusahaan tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) sebagai penerbit obligasi dan saham hingga tahun 2018.
- b. Obligasi korporasi yang dinilai atau dinilai oleh PT PEFINDO.
- c. Obligasi masih beredar dan telah mengalami perubahan peringkat selama periode observasi (2014 hingga 2018).
- d. Ada data pada tanggal pengumuman perubahan peringkat obligasi dan data harga saham selama periode pengamatan.

- e. Perseroan memiliki laporan keuangan bulanan yang lengkap selama periode observasi.

### 3.2. Definisi Operasional Variabel

#### 3.2.1. Variabel Dependen

Variabel dependen atau terikat adalah variabel yang menjadi perhatian utama dalam suatu penelitian. Tujuan peneliti adalah untuk memahami dan membuat variabel terikat, menjelaskan variabilitasnya atau memprediksinya (Sekaran dan Bougie, 2016: 73). Dalam penelitian ini, *return saham* merupakan variabel dependen atau menjadi perhatian utama. *Return saham* dinyatakan dalam Rupiah dan termasuk dalam skala pengukuran tipe nominal.

Operasionalisasi variabel *pengembalian* saham diprosikan oleh tingkat *kelebihan pengembalian* yang dihitung menggunakan rumus *pengembalian* yang disesuaikan dengan pasar, kemudian rumus perhitungan

akan diakumulasikan dengan rumus pengembalian abnormal kumulatif. Berikut ini adalah rumus untuk menghitung kelebihan pengembalian berdasarkan Brown dan Warner (1985), kumulatif pengembalian abnormal berdasarkan Miyamoto (2016) dan rata-rata kumulatif pengembalian abnormal berdasarkan Neuhierl, Scherbina dan Schlusche (2010):

$$A_{i,t} = R_{i,t} - R_{M,t} \quad (3.1)$$

$$CAR_t = \sum_{k=t}^t A_{i,k} \quad (3.2)$$

$$CAAR_t = \frac{1}{n} \sum_1^n A_{it} \quad (3.3)$$

Informasi:

$A_{i,t}$  : Kelebihan pengembalian atau pengembalian abnormal I Securities Periode Acara T

$CAR_t$  : Pengembalian abnormal kumulatif sekuritas pada periode T

$CAAR_t$  : Pengembalian abnormal rata-rata kumulatif Pada periode T

$R_{i,t}$  : Kembali Surat Berharga ke-i pada periode peristiwa ke-t

$R_{M,t}$  : Kembali pasar untuk periode acara ke-t, berdasarkan Hartono (2010: 76) kembali Pasar dapat dihitung dengan Indeks  $R_{M,t} = \frac{(IHSG_t - IHSG_{t-1})}{IHSG_{t-1}}$  Kembali

Saham Gabungan untuk Periode T

### 3.2.2. Variabel Independen

Variabel independen adalah variabel yang diharapkan memengaruhi variabel dependen. Menurut Sekaran dan Bougie, 2016: 74) jika nilai variabel independen bertambah atau menurun, maka variabel dependen juga akan bertambah atau menurun. Variabel independen dalam penelitian ini adalah peringkat obligasi dan tingkat konsentrasi kepemilikan.

Variabel peringkat obligasi dinyatakan dalam huruf atau satuan peringkat dan merupakan variabel yang memiliki skala pengukuran tipe

interval. Variabel tingkat konsentrasi kepemilikan sebagai proksi kuantitas informasi yang tersedia di tingkat perusahaan (tingkat antisipasi pasar di tingkat perusahaan), dinyatakan dalam angka dan merupakan variabel yang memiliki skala pengukuran tipe ordinal. Hal ini dikarenakan tidak ada batas atas atau bawah yang terstandarisasi atau alami, angka yang ada hanya mengungkapkan ukuran nilai dibandingkan dengan yang lain. Operasionalisasi variabel tingkat konsentrasi didasarkan pada penelitian Chirinko, Van Ees, Garretsen dan Sterken (2004), yaitu sebagai berikut:

$$\text{Konsentrasi Kepemilikan} = \% \text{Kepemilikan terbesar} \quad (3.4)$$

Perhitungan tingkat konsentrasi kepemilikan masih membutuhkan analisis yang

lebih mendalam untuk mengkategorikan perusahaan dengan tingkat kepemilikan yang terkonsentrasi dan tersebar. Hseuh dan Liu (1992) mengatakan bahwa kategorisasi tingkat kepemilikan dapat dilakukan dengan menyortir perusahaan berdasarkan tingkat konsentrasi kepemilikan dan kemudian membaginya menjadi dua kelompok (tipe kepemilikan terkonsentrasi dan tipe kepemilikan terdispersi).

Operasionalisasi variabel dalam penelitian ini dapat dilihat dengan menggunakan Tabel 3.2. untuk meringkas variabel apa saja yang digunakan, cara mengoperasionalkannya dan sumber yang menjadi referensi saat menggunakan operasionalisasi variabel-variabel tersebut.

**Tabel 1.** Pengaruh perubahan peringkat obligasi terhadap *return saham* selama subperiode

Subperiode (Jendela acara)	Upgrade		Mengerdilkan	
	CAAR	rasio t	CAAR	rasio t
-10 hingga -1	-0,01271	-4,565	<b>-0,0794</b>	<b>-1,260*</b>
-5 hingga -1	-0,00070	-2,69	<b>-0,0932</b>	<b>-1,498*</b>
-3 hingga -1	0,001833	1,270	0,02388	1,658
-1 hingga 0	-0,00331	-4,818	-0,0382	-1,051
0 hingga +1	-0,00618	-0,158	-0,0922	-4,751
+1 hingga +3	0,01478	1,963	-0,0940	-3,306
+1 hingga +5	<b>0,01579</b>	<b>1,169*</b>	<b>-0,1469</b>	<b>-1,119*</b>
+1 hingga +10	<b>0,01495</b>	<b>1,070*</b>	<b>-0,2895</b>	<b>-1,856*</b>

\*Signifikansi pada level 5%

#### IV. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Perubahan peringkat obligasi masih merupakan informasi baru dan relevan bagi pasar. Dampak perubahan peringkat obligasi terhadap *return saham* tercermin dalam penelitian ini, yang mengidentifikasi banyak periode peristiwa signifikan. Tabel 1 mengilustrasikan signifikansi CAAR sebelum dan sesudah perubahan peringkat obligasi selama periode peristiwa, sebagaimana ditentukan oleh metode uji-t satu sampel. Dalam peningkatan, nilai CAAR hanya positif dan signifikan pada lima dan sepuluh hari setelah pengumuman

peningkatan peringkat obligasi (dua subperiode signifikan).

Hasil penelitian ini konsisten dengan teori asimetri informasi, konsep peran lembaga pemeringkat, dan hasil penelitian sebelumnya. Hasil ini menunjukkan bahwa lembaga pemeringkat dianggap sebagai ahli dalam evaluasi informasi pribadi dan penyediaan informasi mengenai tindakan perusahaan, sehingga memungkinkan investor untuk memperoleh informasi baru dan relevan mengenai perubahan peringkat obligasi. Kesimpulan ini juga menantang konsep bahwa

lembaga pemeringkat memprioritaskan emiten dengan meningkatkan peringkat mereka secara artifisial alih-alih menawarkan informasi yang akurat dan informatif bagi investor.(Brogaard dkk., 2019; Chen dkk., 2018; Chen & Pottier, 2018; Ederington dkk., 2018)(Camanho dkk., 2020; Kang, 2021; Lee & Schantl, 2019)

CAAR yang signifikan diamati hanya sebelum perubahan peringkat obligasi, yaitu tiga hari dan lima hari sebelumnya untuk perusahaan yang tersebar.

Konsep antisipasi pasar, seperti sebelumnya, konsisten dengan tidak adanya CAAR yang signifikan pada pengembalian perusahaan yang tersebar setelah perubahan peringkat obligasi. Temuan, seperti yang ditunjukkan pada gambar 4.a., 4b., 5.a., dan 5.b., menunjukkan bahwa investor memandang perusahaan yang tersebar sebagai organisasi yang akan memberikan lebih banyak informasi dan menunjukkan asimetri informasi minimal. Perusahaan lebih cenderung secara konsisten memberikan informasi terbaru tentang perusahaan, karena investor

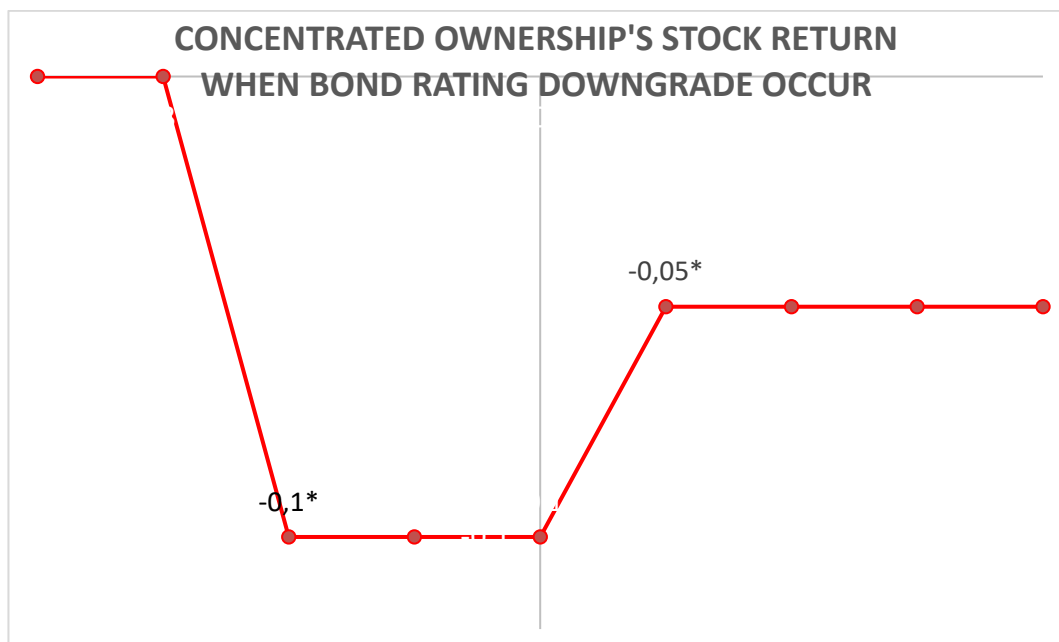
pengendali tidak memiliki wewenang untuk menyimpan informasi pribadi untuk keuntungan mereka.(Hegde dkk., 2020; Hennig dkk., 2022; Iwasaki dkk., 2022; Lin dkk., 2017; Yeung & Lento, 2018).

Dalam keadaan ini, informasi mengenai perubahan peringkat obligasi hanya akan mengulangi informasi yang ada dan tidak akan menawarkan wawasan baru kepada investor. Dengan kata lain, pasar dapat memprediksi perubahan peringkat obligasi dengan menganalisis konsentrasi kepemilikan saham.(Grinblatt & Wan, 2020; Hoang dkk., 2020; Pandey & Kumari, 2021; Wang, 2018)

Studi ini membantah anggapan bahwa pemegang saham pengendali dengan jumlah saham yang substansial memiliki kapasitas dan agresivitas untuk memperoleh informasi tentang perusahaan dan dapat berkontribusi pada pengurangan asimetri informasi. Studi ini menunjukkan ketidakefektifan pemegang saham pengendali, karena mereka akan menyimpan informasi pribadi untuk

kepentingan mereka, sehingga memperburuk asimetri informasi. Hasilnya juga mendiskualifikasi perusahaan terkonsentrasi sebagai entitas yang dapat mengantisipasi

perubahan peringkat obligasi. (Cieslak, Hamberg, & Vural, 2021; Ho, Huang, & Karuna, 2020; Hsueh & Liu, 1992)



Gambar 5.b. Jendela peristiwa penting dalam konteks penurunan peringkat obligasi (saham kepemilikan terkonsentrasi)

## V. KESIMPULAN DAN SARAN

### 5.1 Kesimpulan

Studi ini meninjau kembali dampak perubahan peringkat obligasi terhadap *return saham* dan mengevaluasi kemampuan pasar untuk mengantisipasi peristiwa ini. Dampak penyesuaian peringkat obligasi terhadap pengembalian sangat besar, menunjukkan bahwa

investor terus menganggapnya sebagai informasi baru dan relevan.

Antisipasi pasar terhadap perubahan peringkat obligasi diantisipasi untuk menawarkan wawasan dan kontribusi yang berharga bagi badan literatur yang ada. Studi ini menunjukkan bahwa perusahaan yang tersebar adalah

kumpulan perusahaan di pasar saham yang mampu memprediksi informasi mengenai perubahan peringkat obligasi. Hal ini dapat terjadi karena perusahaan yang tersebar dianggap lebih mutakhir dan memiliki asimetri informasi yang rendah. Hal ini karena pemegang saham pengendali cenderung tidak dapat menyimpan informasi rahasia untuk kepentingan mereka.

## 5.2 Saran

Penelitian ini tentu masih memiliki beberapa kekurangan, antara lain:

1. Unit analisis dalam penelitian ini hanya perusahaan yang tercatat di BEI sebagai penerbit saham dan obligasi. Pada penelitian selanjutnya, diharapkan unit analisis akan diperluas seperti memperluas cakupan ke beberapa negara, yang tentunya dapat memberikan gambaran

yang lebih baik tentang pengaruh perubahan peringkat obligasi terhadap *return saham*.

2. Berdasarkan latar belakang, penelitian ini hanya menggunakan satu lembaga pemeringkat untuk mendapatkan sejumlah peristiwa perubahan peringkat obligasi. Pada penelitian selanjutnya, lebih dari satu lembaga pemeringkat dapat digunakan yang diharapkan dapat memberikan sejumlah pengamatan dari segi peristiwa itu sendiri dan perusahaan.

Penelitian ini hanya menggunakan tingkat konsentrasi kepemilikan saham untuk mengukur antisipasi pasar. Dalam penelitian selanjutnya, diharapkan dapat ditambahkan proxy lain untuk mengukur antisipasi pasar terhadap suatu peristiwa.

## DAFTAR PUSTAKA

- Akerlof, G. A. (1970). The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488–500. <https://doi.org/10.2307/1879431>
- Amin, A. S., Jain, P., & Malik, M. (2020). Stock market reaction to credit rating changes: new evidence. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 27(6), 667–684. <https://doi.org/10.1080/16081625.2018.1481756>
- Brogaard, J., Koski, J. L., & Siegel, A. F. (2019). Do upgrades

- matter? Evidence from trading volume. *Journal of Financial Markets*, 43, 54–77. <https://doi.org/10.1016/j.finmar.2018.06.001>
- Camanho, N., Deb, P., & Liu, Z. (2020). Credit rating and competition. *International Journal of Finance and Economics*. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2303>
- Chen, L., Gaver, J. J., & Pottier, S. W. (2018). An Investigation of the Short-Run and Long-Run Stock Returns Surrounding Insurer Rating Changes. *Journal of Risk and Insurance*, 85(1), 35–67. <https://doi.org/10.1111/jori.12138>
- Chen, L., & Pottier, S. W. (2018). RATING CHANGES AND COMPETING INFORMATION: EVIDENCE ON PUBLICLY TRADED INSURANCE FIRMS. *Journal of Risk and Insurance*, 85(3), 811–842. <https://doi.org/10.1111/jori.12181>
- Cieslak, K., Hamberg, M., & Vural, D. (2021). Executive compensation disclosure, ownership concentration and dual-class firms: An analysis of Swedish data. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 45, 100429. <https://doi.org/10.1016/J.INTACCAUDTAX.2021.100429>
- Ederington, L. H., Goh, J., Lee, T. L., & Yang, L. (2018). Are Bond Ratings Informative? Evidence from Regulatory Regime Changes. *The Journal of Fixed Income*, 29(1), 6–19. <https://doi.org/10.3905/jfi.2019.29.1.006>
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- Fama, E. F. (1991). Efficient Capital Markets: II. *The Journal of Finance*, 46(5), 1575–1617. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb04636.x>
- Grinblatt, M., & Wan, K. M. (2020). State pricing, effectively complete markets, and corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, 60. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.101542>
- Hegde, S., Seth, R., & Vishwanatha, S. R. (2020). Ownership concentration and stock returns: Evidence from family firms in India. *Pacific Basin Finance Journal*, 61. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2020.101330>
- Hennig, J. C., Oehmichen, J., Steinberg, P. J., & Heigermoser, J. (2022). Determinants of common ownership: Exploring an information-based and a competition-based perspective in a global context. *Journal of Business Research*, 144, 690–702. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2022.02.019>

- Hirshleifer, J. (1973). Where Are We in the Theory of Information? *The American Economic Review*, 63(2), 31–39. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/1817048>
- Ho, J., Huang, C. J., & Karuna, C. (2020). Large shareholder ownership types and board governance. *Journal of Corporate Finance*, 65, 101715. <https://doi.org/10.1016/J.JCORFIN.2020.101715>
- Hoang, T. C., Pham, H., Ramiah, V., Moosa, I., & Le, D. V. (2020). The effects of information disclosure regulation on stock markets: Evidence from Vietnam. *Research in International Business and Finance*, 51. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101082>
- Hsueh, L. P., & Liu, Y. A. (1992). Market anticipation and the effect of bond rating changes on common stock prices. *Journal of Business Research*, 24(3), 225–239. [https://doi.org/10.1016/0148-2963\(92\)90020-C](https://doi.org/10.1016/0148-2963(92)90020-C)
- Hu, H., & Prokop, J. (2016). The Informational Content of Issuer Credit Rating Changes in Emerging Stock Markets: Evidence from China. In S. Boubaker, B. Buchanan, & D. K. Nguyen (Eds.), *Risk Management in Emerging Markets* (pp. 335–364). Emerald Group Publishing Limited. <https://doi.org/10.1108/978-1-78635-452-520161023>
- Hubler, J., Louargant, C., Laroche, P., & Ory, J. N. (2019). HOW DO RATING AGENCIES' DECISIONS IMPACT STOCK MARKETS? A META-ANALYSIS. *Journal of Economic Surveys*, 33(4), 1173–1198. <https://doi.org/10.1111/joes.12317>
- Iwasaki, I., Ma, X., & Mizobata, S. (2022). Ownership structure and firm performance in emerging markets: A comparative meta-analysis of East European EU member states, Russia and China. *Economic Systems*, 46(2). <https://doi.org/10.1016/j.ecosys.2022.100945>
- Jayaraman, N., Mandelker, G., & Shastri, K. (1991). Market Anticipation of Merger Activities: An Empirical Test. In *MANAGERIAL AND DECISION ECONOMICS* (Vol. 12).
- Jeon, D. S., & Lovo, S. (2013). Credit rating industry: A helicopter tour of stylized facts and recent theories. *International Journal of Industrial Organization*, 31(5), 643–651. <https://doi.org/10.1016/J.IJINDORG.2013.02.004>
- Kang, M. (2021). Credit rating downgrade risk and acquisition decisions. *Journal of Business Finance and Accounting*. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12571>

- Kenjegaliev, A., Duygun, M., & Mamedshakhova, D. (2016). Do rating grades convey important information: German evidence? *Economic Modelling*, *53*, 334–344.  
<https://doi.org/10.1016/J.ECONMOD.2015.11.021>
- Lee, K. K., & Schantl, S. F. (2019). Financial Reporting and Credit Ratings: On the Effects of Competition in the Rating Industry and Rating Agencies' Gatekeeper Role. *Journal of Accounting Research*, *57*(2), 545–600.  
<https://doi.org/10.1111/1475-679X.12264>
- Lin, T. J., Chen, Y. P., & Tsai, H. F. (2017). The relationship among information asymmetry, dividend policy and ownership structure. *Finance Research Letters*, *20*, 1–12.  
<https://doi.org/10.1016/j.frl.2016.06.008>
- Lobão, J., Pacheco, L., & Campos, S. (2019). Stock price effects of bank rating announcements: An application to European Union countries. *International Journal of Finance and Economics*, *24*(1), 4–19.  
<https://doi.org/10.1002/ijfe.1645>
- Miyamoto, M. (2016). Event Study of Credit Rating Announcement in the Tokyo Stock Market. *Journal of Economics, Business and Management*, *4*(2), 138–143.  
<https://doi.org/10.7763/joebm.2016.v4.380>
- Pandey, D. K., & Kumari, V. (2021). Event study on the reaction of the developed and emerging stock markets to the 2019-nCoV outbreak. *International Review of Economics and Finance*, *71*, 467–483.  
<https://doi.org/10.1016/j.iref.2020.09.014>
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, *87*(3), 355–374.  
<https://doi.org/10.2307/1882010>
- Stigler, G. J. (1961). The Economics of Information. *Journal of Political Economy*, *69*(3), 213–225. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/1829263>
- Wang, W. (2018). Bid anticipation, information revelation, and merger gains. *Journal of Financial Economics*, *128*(2), 320–343.  
<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.02.010>
- Yeung, W. H., & Lento, C. (2018). Ownership structure, audit quality, board structure, and stock price crash risk: Evidence from China. *Global Finance Journal*, *37*, 1–24.  
<https://doi.org/10.1016/j.gfj.2018.04.002>