



Jurnal Ekonomika dan Bisnis

Journal homepage: <https://journal.feb-uniss.ac.id/home>

ISSN Paper : 2356-2439, ISSN Online : 2685-244

Dampak Pandemi dan Ekonomi Makro Terhadap *Return Saham* (Studi Kasus Pada Perusahaan *Food And Beverage* Yang Terdaftar Di BEI Periode 2016-2020)

Saefudin, Saefudin⁽¹⁾, Sulaiman, Kurdi⁽²⁾, Muhammad, Fauzi⁽³⁾.

⁽¹⁾Universitas Selamat Sri, ⁽²⁾Universitas Selamat Sri, ⁽³⁾Universitas Selamat Sri.

⁽¹⁾sasep8556@gmail.com, ⁽²⁾sulaimankurdi007@gmail.com, ⁽³⁾fauzinahrowisaid@gmail.com.

INFO ARTIKEL

Riwayat Artikel:

Diterima pada 16 April 2022

Disetujui pada 20 April 2022

Dipublikasikan pada 25 April 2022

Kata Kunci:

Pandemic, Exchange Rates, Interest Rates, Inflation, and Stock Returns.

ABSTRAK

The impact of the pandemic has ravaged the world economy, which in the end has resulted in the performance of many companies including food and beverage sector companies that are listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX). This study aims to analyze the impact of the pandemic and macroeconomics on stock returns of food and beverage sector companies listed on the IDX for 2016-2020 period. The sample in this study used a purposive sampling method with the number of companies that matched the criteria as many as 13 companies in the food and beverage sector. The data were tested statistically through a multiple linear regression analysis approach that already met the classical assumption criteria. The results showed that the pandemic (α : 1%), the exchange rate (α : 10%), interest rates (α : 5%), and inflation (α : 5%) were proven to significantly reduce stock returns. Empirically proves that the pandemic variable is the most influential factor in reducing stock returns compared to exchange rates, interest rates, and inflation.

PENDAHULUAN

Saat ini sebagian besar negara dilanda krisis pandemi Covid 19. Menurut Woodward et al. (2020) Covid 19 telah menyebar dengan cepat, mampu menghancurkan dan mengubah tatanan kehidupan bagi orang-orang di dunia. Kasus Covid 19 pertama kali muncul di Wuhan China pada Desember 2019 dan menyebabkan penyakit saluran pernapasan parah bagi yang terpapar (Gillen, 2020). Menurut Novy dan Novakova (2022) bahwa pandemi Covid 19 telah menjadi bagian dari kehidupan kita selama dua tahun berturut-turut dan telah mempengaruhi aktivitas semua entitas ekonomi baik lintas bidang dan industri individu. Mengingat pandemi Covid 19 dan banyaknya berita terkait pasar saham diseluruh dunia telah menderita kerugian besar dalam tiga bulan pertama tahun 2020 (Cepoi, 2020). Kondisi ini menjadi tekanan bagi sejumlah perusahaan termasuk yang terdaftar di pasar modal Indonesia. Meskipun sebagian indeks pasar saham telah mulai pulih pada pertengahan April 2020, namun pergerakan harga saham masih bergerak fluktuatif.

Hasil survei oleh Badan Pusat Statistik (BPS) pada tahun 2020 melaporkan bahwa perusahaan yang terhenti sementara karena faktor regulasi pemerintah saat

pandemi yang paling terdampak yaitu pada jasa pendidikan sebesar 32,95% kemudian disusul oleh sektor *food and beverage* sebesar 17,31%. Sektor *food and beverage* merupakan industri yang paling berpengaruh untuk memenuhi kebutuhan konsumsi masyarakat Indonesia yang cenderung menyukai makanan siap saji. Situasi Covid 19 membuat perusahaan di sektor tersebut terpuruk karena adanya penurunan konsumsi dari masyarakat dan kebijakan dari pemerintah untuk mengantisipasi penularan.

Fokus penelitian ini yaitu pada perusahaan sektor *food and beverage* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Investor harus teliti memprediksi pergerakan harga saham di sektor tersebut karena memiliki sensitifitas yang lebih tinggi, sehingga dapat menekan kerugian. Tujuan investor berinvestasi di pasar modal untuk mendapatkan pengembalian yang cepat berupa *capital gain* dan dividen. Menurut Tandililin (2010) *return* saham merupakan salah satu faktor yang memotivasi investor berinteraksi dan merupakan imbalan atas keberanian investor dalam menanggung risiko terhadap investasi yang dilakukannya. Faktanya, permasalahan yang sering dihadapi oleh investor yaitu mengenai perubahan harga saham di pasar sangat sensitif dan fluktuatif terutama saat pandemi. Oleh karena itu, dibutuhkan analisis yang mendalam untuk memprediksi kinerja saham yang akan diinvestasikan.

Dalam penelitian ini, kami berfokus menganalisis faktor pandemi dan ekonomi makro terhadap *return* saham pada perusahaan sektor *food and beverage* yang terdaftar di BEI. Hasil penelitian oleh Panyagometh (2020) menunjukkan bahwa secara statistik pasar modal di Thailand telah terpengaruh akibat pandemi dan memiliki abnormal *return* yang rendah jika dibandingkan sebelum pandemi. Namun, penelitian sebelumnya yang membahas mengenai korelasi antara hubungan pandemi dengan *return* saham masih sangat terbatas terutama di pasar modal Indonesia. Oleh karena itu, kami tertarik untuk menganalisis hubungan antar keduanya. Menurut Devi et al. (2020) pandemi Covid 19 telah merugikan perekonomian nasional dan menyebabkan penurunan kinerja keuangan sehingga menimbulkan sentimen negatif. Dengan adanya fenomena ini banyak investor yang keluar dari bursa dan mencari investasi yang lebih aman dibandingkan dengan investasi saham yang berdampak pada meningkatnya penawaran saham di pasar.

Bernanke dan Kuttner (2005) berpendapat bahwa banyak dari mereka menemukan kejutan kebijakan ekonomi makro kontraktif memiliki dampak negatif pada pengembalian saham, sementara kejutan kebijakan ekonomi makro ekspansif cenderung meningkatkan pengembalian saham. Dampak suku bunga terhadap bursa saham memberikan implikasi penting bagi kebijakan pemantauan, praktik manajemen risiko, penilaian sekuritas keuangan, dan pemerintah kebijakan terhadap pasar keuangan. Hasil penelitian oleh Sequira (2021) pada penelitiannya di negara berkembang menemukan bahwa kebijakan moneter melalui nilai kurs dapat mempengaruhi negatif secara statistik terhadap *return* saham. Apresiasi mata uang dalam keadaan negara yang berorientasi ekspor, itu diantisipasi dan terjadi penurunan

daya saing ekspor yang berdampak negatif terhadap pasar saham domestik (Kirui et al., 2014). Sedangkan Gu et al. (2021) menunjukkan bahwa rata-rata pengembalian pasar saham di China secara signifikan berkorelasi negatif dengan tingkat suku bunga. Investor lebih memilih berinvestasi pada surat utang dengan bunga yang tinggi dibandingkan dengan saham yang memiliki risiko tinggi. Disamping itu, inflasi juga merupakan faktor yang dipertimbangkan oleh investor. Peningkatan inflasi berdampak pada sejumlah harga mengalami peningkatan seperti pada harga bahan baku, gaji karyawan, dan biaya operasional lainnya yang mengakibatkan laba perusahaan semakin tertekan. Hasil penelitian oleh Lee (2010) bahwa inflasi memberikan efek negatif terhadap *return* saham. Berdasarkan pemaparan sebelumnya, kami tertarik untuk menganalisis dampak pandemi dan ekonomi makro terhadap *return* saham pada perusahaan sektor *food and beverage* yang terdaftar di BEI periode 2016-2020.

METODE PENELITIAN

Jenis penelitian ini merupakan penelitian kausalitas yang menguji hubungan antar variabel dengan pendekatan kuantitatif yang diuji secara statistik melalui program SPSS. Sampel pada penelitian menggunakan metode *purposive sampling*. Menurut Schindler (2019) metode tersebut didasarkan pada kriteria tertentu. Kriteria-kriteria pengambilan sampel pada penelitian ini yaitu: 1) perusahaan yang masuk ke dalam sektor *food and beverage* di BEI periode 2016-2020, 2) tidak melakukan *delisting* atau *relisting* pada periode tersebut, 3) memiliki data lengkap, dan 4) data tidak terindikasi *outliers*.

Data pada penelitian merupakan data sekunder yang didapatkan dari website BEI dan kekurangannya dari *yahoo finance*. Variabel penelitian menggunakan variabel independen yaitu pandemi dan ekonomi makro yang melibatkan tiga faktor utama yaitu nilai kurs, suku bunga, dan inflasi. Sedangkan variabel dependen pada penelitian ini yaitu *return* saham. Pengukuran dari masing-masing variabel yaitu sebagai berikut.

Tabel 1. Pengukuran Variabel Penelitian

No	Variabel	Pengukuran	Skala
1	Pandemi	<i>Dummy</i> 0 sebelum pandemi dan <i>dummy</i> 1 saat pandemi	Rasio
2	Nilai Kurs	Nilai tukar rupiah terhadap dolar USD	Rasio
3	Suku Bunga	Penetapan BI 7-Day (<i>Reverse</i>) <i>Repo Rate</i>	Rasio
4	Inflasi	% inflasi tahunan	Rasio
5	<i>Return</i> Saham	$Return\ Saham = \frac{Harga\ Saham\ Periode\ t - Harga\ Saham\ Periode\ t - 1}{Harga\ Saham\ Periode\ t - 1}$	Rasio

Metode analisis data pada penelitian ini menggunakan analisis regresi linier berganda yang diuji secara statistik melalui program SPSS. Pengujian ini menggunakan uji statistik secara parsial dan uji simultan dengan kriteria 0,01 (1%), 0,05 (5%), dan 0,10 (10%), sedangkan uji determinasi R^2 dilihat dari nilai *Adjusted R*²,

namun pengujian tersebut telah memenuhi syarat asumsi klasik dengan melakukan uji normalitas dan uji autokorelasi, sehingga data penelitian *Best Linier Unbiased Estimator* (BLUE). Model persamaan regresi pada penelitian ini yaitu sebagai berikut.

$$RS = \alpha + \beta_1.Pandemi + \beta_2.Nilai_Kurs + \beta_3.Suku_Bunga + \beta_4.Inflasi + e$$

Keterangan:

RS : *Return* Saham $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$: Beta Koefisien
 α : Konstanta e : Residual

HASIL PENELITIAN

1. Hasil Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik bertujuan untuk mendapatkan model persamaan regresi yang sesuai dengan estimasi, tidak bias dan konsisten dengan menggunakan dua pendekatan yaitu: uji normalitas dan autokorelasi.

a. Hasil Uji Normalitas

Tabel 2. Hasil Uji Normalitas

	<i>Unstandardized Residual</i>	Kesimpulan
<i>Asymp Sig</i>	0,200	Terdistribusi normal

Sumber: Hasil Olah Data SPSS (2022)

Tabel 2 memberikan informasi bahwa hasil uji normalitas dengan metode *One Sample Kolmogorov Smirnov* memiliki nilai *Asymp Sig* sebesar 0,200 dan lebih besar dari 0,05, yang berarti data terdistribusi secara normal.

b. Hasil Uji Autokorelasi

Tabel 3. Hasil Uji Autokorelasi

	<i>Unstandardized Residual</i>	Kesimpulan
<i>Asymp Sig</i>	0,726	Tidak memiliki masalah autokorelasi

Sumber: Hasil Olah Data SPSS (2022)

Tabel 3 memberikan informasi bahwa hasil uji autokorelasi dengan metode *Run Test* memiliki nilai *Asymp Sig* sebesar 0,726 dan lebih besar dari 0,05, yang berarti bahwa data penelitian tidak memiliki masalah autokorelasi.

2. Hasil Analisis Regresi Linier Berganda

Penelitian ini menguji dampak pandemi dan ekonomi makro terhadap *return* saham pada perusahaan sektor *food and beverage* di BEI periode 2016-2020 yang diuji secara statistik melalui pendekatan analisis regresi linier berganda.

Tabel 4. Hasil Analisis Regresi Linier Berganda

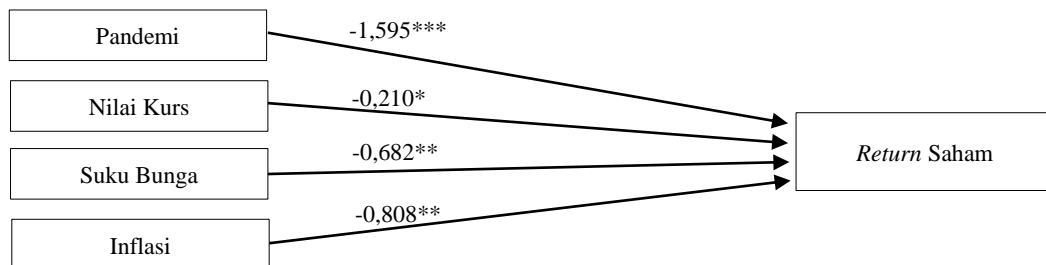
Variabel	β	Sig	Kesimpulan
<i>Constant</i>	0,303	0,006	
Pandemi	-1,595	0,003	Berpengaruh signifikan
Nilai Kurs	-0,210	0,090	Berpengaruh signifikan
Suku Bunga	-0,682	0,015	Berpengaruh signifikan
Inflasi	-0,808	0,038	Berpengaruh signifikan
Adjusted R ²	0,208		
R ²	0,264		
F sig	0,002		

Sumber: Hasil Olah Data SPSS (2022).

Tabel 4 memberikan informasi bahwa variabel pandemi memiliki nilai β sebesar -1,595 dengan signifikansi 0,003 yang berarti bahwa variabel pandemi berpengaruh signifikan negatif pada *return* saham dengan tingkat kepercayaan sebesar 1%. Hasil penelitian juga memberikan bukti bahwa secara statistik nilai kurs memiliki nilai β sebesar -0,210 dengan signifikansi sebesar 0,090. Artinya secara empiris nilai kurs dapat menurunkan *return* saham dengan tingkat kepercayaan sebesar 10%. Variabel suku bunga juga terlihat memiliki nilai β sebesar -0,682 dengan signifikansi 0,015 yang berarti ada pengaruh signifikan negatif pada variabel suku bunga terhadap *return* saham dengan tingkat kepercayaan sebesar 5%. Disamping itu, variabel inflasi memiliki β sebesar -0,808 dengan signifikansi sebesar 0,038 yang berarti bahwa variabel inflasi berpengaruh signifikan negatif terhadap *return* saham dengan tingkat kepercayaan sebesar 5%.

Secara simultan dapat dilihat bahwa variabel pandemi, nilai kurs, suku bunga, dan inflasi secara statistik memiliki nilai signifikansi sebesar 0,002. Artinya secara simultan variabel pandemi, nilai kurs, suku bunga, dan inflasi berpengaruh terhadap *return* saham pada tingkat kepercayaan sebesar 1%. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa variabel *return* saham dapat dijelaskan oleh variabel pandemi, nilai kurs, suku bunga, dan inflasi sebesar 20,8% dan sisanya 79,2% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak masuk ke dalam penelitian. Hasil persamaan model regresi dan ringkasan hasil penelitian sebagai berikut.

RS = 0,303 - 1,595.Pandemi - 0,210.Nilai_Kurs - 0,682.Suku_Bunga - 0,808.Inflasi



Gambar 1. Ringkasan Hasil Analisis Regresi Linier Berganda

Keterangan:

- *** : Signifikan pada α 0,01 (1%)
- ** : Signifikan pada α 0,05 (5%)
- * : Signifikan pada α 0,10 (10%)

PEMBAHASAN

Berdasarkan hasil empiris yang kuat dan konsisten, mengingat bahwa penelitian ini menjelaskan model bayesian yang bervariasi yang diajukan dalam penelitian ini menunjukkan kekuatan yang kuat mengenai signifikansi statistik dan tanda-tanda variabel uji. Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel pandemi terbukti berpengaruh negatif terhadap *return saham*. Sejalan dengan penelitian Panyagometh

(2020) membuktikan bahwa sebagian besar sekuritas di Thailand pasar saham telah terpengaruh oleh pandemi, seperti yang tercermin dalam pengembalian abnormal dibandingkan dengan periode sebelum wabah Covid 19. Artinya selama masa pandemi sejumlah perusahaan sektor *food and beverage* mengalami gejolak dan hambatan dalam berproduksi dan berdistribusi karena adanya pembatasan kegiatan ekonomi dan respons kebijakan seperti: jarak sosial, karantina dan penutupan pasar sementara. Efek tersebut berdampak pada penurunan pendapatan sehingga laba perusahaan mengalami kontraksi. Disamping itu, situasi pandemi mempengaruhi peningkatan rasio *leverage* dan rasio aktivitas jangka pendek tetapi penurunan rasio likuiditas dan profitabilitas (Devi et al., 2020). Situasi tersebut menimbulkan sentiment negatif, hilangnya kepercayaan pasar yang mendorong mereka menarik dan menginvestasikan dana yang beresiko rendah.

Dampak dari ekonomi makro yang melibatkan tiga faktor utama yaitu nilai kurs, suku bunga, dan inflasi juga mempengaruhi *return* saham. Nilai kurs pada penelitian ini didasarkan pada nilai tukar rupiah terhadap USD. Khan (2019) volatilitas nilai tukar mungkin berpengaruh pada harga relatif, sehingga produsen lokal dan asing berdaya saing. Nilai kurs tersebut merupakan alat transaksi pada perusahaan multinasional yang melakukan aktivitas ekspor impor. Hasil penelitian terbukti bahwa nilai kurs dapat menurunkan *return* saham. Ini disebabkan karena nilai tukar rupiah yang fluktuatif terutama pada saat Covid 19 menjadikan nilai tukar rupiah terhadap USD semakin melemah. Pelemahan nilai tukar rupiah mengakibatkan biaya operasional semakin meningkat yang dapat menambah beban perusahaan. Situasi tersebut menurunkan kepercayaan pasar dan meningkatkan penawaran saham. Kondisi ini mengakibatkan pengembalian saham oleh sejumlah investor semakin rendah. Sejalan dengan penelitian oleh Sequira (2021), Khan (2019), dan Ahmad et al. (2010) yang terbukti bahwa semakin tinggi nilai kurs dapat mengurangi *return* saham. Berlawanan dengan hasil penelitian oleh Lim dan Sek (2018) yang gagal mendeteksi hubungan kointegrasi jangka panjang antara pergerakan nilai kurs dengan *return* saham.

Dalam penilaian saham, investor mempertimbangkan besaran suku bunga acuan. Secara empiris membuktikan bahwa semakin tinggi tingkat suku bunga dapat menurunkan *return* saham. Dalam situasi Covid yang belum berakhir dan ekonomi yang berada pada tahap pemulihan menunjukkan bahwa investor belum sepenuhnya percaya sepenuhnya pada pasar modal Indoensia. Hal ini disebabkan karena pandemi Covid 19 yang masih menyebar secara luas dengan munculnya berbagai macam varian baru, seperti delta dan omnicron yang dapat menghambat operasional perusahaan sehingga dapat mempengaruhi pergerakan harga saham di pasar. Sesuai dengan hasil penelitian oleh Ahmad et al. (2010) memberikan bukti bahwa tingkat suku bunga dapat menurunkan *return* saham. Secara statistik membuktikan bahwa setiap 1% peningkatan suku bunga dapat menurunkan harga saham sebesar 0,682. Namun berbeda dengan hasil penelitian oleh Gu et al. (2021) bahwa selama periode

perkembangan ekonomi yang terlalu panas, kenaikan suku bunga tidak bisa menekan kenaikan harga saham.

Tucker (2007) menyatakan bahwa inflasi merupakan kenaikan standar tingkat harga jasa atau barang dalam perekonomian tertentu. Inflasi disebut sebagai kenaikan keseluruhan dalam tingkat harga rata-rata dan tidak secara khusus dalam kaitannya dengan unit produk atau jasa tertentu. Penelitian ini membuktikan bahwa inflasi berpengaruh negatif terhadap *return* saham. Tingkat inflasi terlalu tinggi dapat menurunkan *return* saham. Ini disebabkan karena peningkatan harga bahan baku, peningkatan biaya operasional, dan disertai tuntutan permintaan peningkatan gaji karyawan yang dapat menurunkan pendapatan dan laba perusahaan. Secara empiris membuktikan bahwa setiap 1% peningkatan inflasi dapat menurunkan *return* saham sebesar 0,808. Fama (1981) berpendapat bahwa terjadi penyimpangan pengembalian saham dengan inflasi dengan arah yang negatif. Hasil penelitian oleh Alqarellah (2020) membuktikan bahwa inflasi pada pengembalian saham umumnya asimetri, serta pengaruh dan asimetri variabel independen terhadap *return* saham lebih besar pada fase ke bawah dari pada fase ke atas dari siklus ekonomi.

KESIMPULAN

Dampak pandemi Covid 19 dan kondisi ekonomi makro dapat mempengaruhi keputusan investasi dari sejumlah investor khususnya pada sektor *food and beverage* yang terdaftar di BEI. Penelitian ini menganalisis dampak pandemi dan ekonomi makro terhadap *return* saham pada perusahaan sektor *food and beverage* di BEI periode 2016-2020. Hasil penelitian membuktikan bahwa variabel pandemi dan variabel ekonomi makro yang melibatkan nilai kurs, suku bunga, dan inflasi secara parsial maupun simultan berpengaruh signifikan terhadap *return* saham dengan arah negatif. Variabel pandemi merupakan variabel yang paling berpengaruh terhadap *return* saham dibandingkan dengan nilai kurs, suku bunga, dan inflasi.

SARAN

Penelitian ini memiliki keterbatasan karena peneliti lebih berfokus pada satu sektor industri yaitu *food and beverage* sehingga hasil penelitian tidak menggambarkan secara luas pada sektor lain mengenai dampak pandemi dan ekonomi makro pada *return* saham. Disamping itu, peneliti menggunakan variabel yang hanya berfokus dari sisi lingkungan eksternal yaitu pandemi dan ekonomi makro, sehingga tidak mengetahui apakah kinerja perusahaan dapat berpengaruh pada *return* saham. Oleh karena itu, sebaiknya penelitian selanjutnya dikembangkan dengan sampel perusahaan sektor industri lain dan menambahkan beberapa variabel dari fundamental perusahaan, seperti: rasio profitabilitas, aktivitas, solvabilitas, dan sejenisnya untuk mengetahui korelasi dengan *return* saham.

DAFTAR PUSTAKA

- Ahmad, M. I., Rehman, R. U. & Raof, A. (2010). Do Interest Rate, Exchange Rate effect Stock Returns? A Pakistani Perspective. *International Research Journal of Finance and Economics*, 50, 146-150.
- Alqarellah, H. (2020). Stock return-inflation nexus; revisited evidence based on nonlinear ARDL. *Journal of Applied Economics*, 23(1), 66-74.
- Badan Pusat Statistik. (2022). Covid 19. Web: <https://covid-19.bps.go.id/>. Diakses pada 4 Februari 2022.
- Bernanke, B. & Kuttner, K. (2005). What explains the stock market's reaction to federal reserve policy?. *Journal of Finance*, 60(3), 1221–1257.
- Cepoi, C. O. (2020). Asymmetric dependence between stock market returns and news during COVID-19 financial turmoil. *Finance Research Letters*, 36, 1-5.
- Devi, S., Warasniasih, N. M. S., Masdiantini, P. R. & Musmini, L. S. (2020). The Impact of COVID-19 Pandemic on the Financial Performance of Firms on the Indonesia Stock Exchange. *Journal of Economics, Business, and Accountancy Ventura*, 23(2), 226-242.
- Fama, E. F. (1981). Stock Returns, Real Activity, Inflation, and Money. *The American Economic Review*, 71(4), 545- 565.
- Gillen, A. L. (2020). The genesis of SARS-CoV-2 virus and the origin of the COVID-19 pandemic. *Faculty Publications and Presentations*, 181. https://digitalcommons.liberty.edu/bio_chem_fac_pubs/181.
- Gu, G., Zhua, W. & Wang, C. (2021). Time-varying influence of interest rates on stock returns: evidence from China. *Economic Research-Ekonomiska Istraživanja*, 1-20. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2021.1966639>.
- Khan, M. K. (2019). Impact of Exchange Rate on Stock Returns in Shenzhen Stock Exchange: Analysis Through ARDL Approach. *International Journal of Economics and Management*, 1(2), 15-26.
- Kirui, E., Wawire, N. H. & Onono, P. O. (2014). Macroeconomic variables, volatility and stock market returns: a case of Nairobi securities exchange, Kenya. *International Journal of Economics and Finance*, 6(8), 214-228.
- Lee, B. S. (2010). Stock returns and inflation revisited: An evaluation of the inflation illusion hypothesis, *Journal of Banking & Finance*, 34(6), 1257-1273.
- Novy, M. & Novakova, J. (2022). Impact of the COVID-19 Pandemic on Construction Companies in the Czech Republic. *Procedia Computer Science*, 196, 717–723.
- Panyagometh, K. (2020). The Effects of Pandemic Event on the Stock Exchange of Thailand. *Economies*, 8(90), 1-21.
- Schindler, P. S. (2019). *Business Research Methods*. Thirteenth Edition. New York: McGrawHill/Irwin.
- Sequeira, J., M. (2021). Monetary policy surprises, stock returns, and financial and liquidity constraints, in an exchange rate monetary policy system, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 81, 226-236.
- Tandelilin, E. (2010). *Portofolio dan Investasi*, Kanisius: Yogyakarta.
- Tucker, J. W. (2007). Is openness penalized? Stock returns around earnings warnings. *The Accounting Review*, 82(4), 1055-1087.
- Woodward, A., Banerjee, R. & Brem, A. (2021). COVID-19 and mental health: preserving humanity, maintaining sanity, and promoting health. *Global Transitions*, 3, 87-88.