



Ketahanan Pasar Bank Syariah dan Konvensional pada Periode Sentimen Negatif Investor: Bukti dari Indonesia

Muhammad Rizky Arifandi ¹, Yasin Nur Rohim²

¹²Akuntansi, Politeknik Negeri Malang, Malang

muhammad.rizky@polinema.ac.id

Info Artikel

Sejarah Artikel:

Diterima: 02-06-2026

Disetujui: 23-07-2026

Diterbitkan: 01-08-2026

Kata Kunci:

Index Syariah, IHSG,
Index Konvensional,
Resiliensi, Stock Market

Keywords:

market resilience,
abnormal return,
cumulative abnormal
return, perbankan
syariah, perbankan
konvensional, foreign
sell, event study.

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis reaksi pasar dan membandingkan tingkat ketahanan pasar antara saham perbankan syariah dan konvensional di Bursa Efek Indonesia (BEI) dalam menghadapi peristiwa penjualan bersih oleh investor asing (net foreign sell) secara ekstrem sebesar Rp8,36 triliun yang terjadi pada tanggal 29 Mei 2026. Peristiwa ini merupakan salah satu aksi penjualan bersih terbesar oleh investor asing dalam sejarah pasar modal Indonesia dan berpotensi menimbulkan sentimen negatif yang memengaruhi kinerja saham sektor perbankan. Penelitian ini menggunakan metode studi peristiwa (event study) dengan jendela peristiwa perdagangan selama 11 hari, yang mencakup lima hari sebelum peristiwa (t-5), hari terjadinya peristiwa (t₀), dan lima hari setelah peristiwa (t+5). Sampel penelitian terdiri dari tiga saham bank syariah dan sepuluh saham bank konvensional yang terdaftar di pasar saham Indonesia. Reaksi pasar diukur menggunakan Average Abnormal Return (AAR) dan Cumulative Average Abnormal Return (CAAR), sedangkan ketahanan pasar dianalisis berdasarkan besarnya penurunan abnormal return dan akumulasi kerugian selama periode peristiwa tersebut.

ABSTRACT

The results show that the extreme net foreign sell event triggered a negative market reaction in both groups of banking stocks. However, the Islamic banking group demonstrated a better level of resilience compared to the conventional banking group. The decrease in the average abnormal return for the Islamic banking group was recorded at 0.2704%, whereas the conventional banking group experienced a decline of 1.4042%. Furthermore, the minimum CAAR value for the Islamic banking group only reached -1.8254%, significantly lower than that of the conventional banking group, which reached -7.7072%. These findings indicate that the impact of cumulative losses experienced by conventional banks was approximately 4.22 times greater than that of Islamic banks. The results support Signaling Theory, Behavioral Finance Theory, Flight to Quality Theory, and Islamic Finance Theory, which explain that Islamic financial instruments tend to be more resilient when facing market sentiment shocks. This study implies that Islamic banking stocks have the potential to serve as defensive investment instruments in the face of market volatility caused by foreign capital outflows.



©2022 Penulis. Diterbitkan oleh Program Studi Akuntansi Syariah, Fakultas Syariah dan Ekonomi Islam, Universitas Ibrahimiyah, Indonesia. Akses artikel bersifat terbuka di bawah lisensi CC BY NC (<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>)

PENDAHULUAN

Sektor perbankan memegang peranan vital dalam arsitektur keuangan global maupun domestik, bertindak sebagai perantara utama yang mendorong pertumbuhan ekonomi berkelanjutan. Namun, posisinya sebagai tulang punggung ekonomi juga membuat industri perbankan sangat rentan terhadap



fluktuasi sentimen pasar modal dan guncangan eksternal^{1 2} Di era integrasi keuangan global yang kian erat, pergerakan arus modal asing menjadi salah satu determinan utama yang menggerakkan volatilitas pasar saham di negara-negara berkembang (*emerging markets*), termasuk Indonesia³ Ketika terjadi penyesuaian portofolio global, penarikan dana asing secara mendadak dan dalam skala besar (*sudden stop* atau *capital flight*) sering kali memicu kepanikan pasar yang hebat⁴. Fenomena ini terefleksi secara ekstrem di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tanggal 29 Mei 2026, di mana pasar mencatat aksi jual bersih investor asing (*net foreign sell*) yang menembus angka Rp8,36 triliun hanya dalam kurun waktu satu hari perdagangan. Peristiwa historis ini mencatatkan sebagai salah satu tekanan jual asing terbesar dalam sejarah pasar modal Indonesia, menciptakan sebuah guncangan pasar (*market shock*) yang menguji ketahanan fundamental dari emiten-emiten berbasis keuangan di dalam negeri.

Secara teoretis, dampak dari penarikan modal asing dalam skala masif dapat dijelaskan melalui *Signaling Theory* dan *Behavioral Finance Theory*. Berdasarkan *Signaling Theory* yang dikembangkan oleh Ross⁵ dan diadaptasi dalam konteks aliran modal kontemporer oleh Forbes dan Warnock⁶, tindakan investor asing institusional yang melakukan penjualan saham secara masif bertindak sebagai sinyal negatif yang sangat kuat bagi pelaku pasar domestik. Investor domestik cenderung menginterpretasikan fenomena *foreign sell* ekstrem ini sebagai indikasi adanya pemburukan kondisi makroekonomi tersembunyi, peningkatan risiko sistemik negara, atau

¹ Alqahtani, F., Mayes, D. G., & Brown, K. (2020). Economic resilience of Islamic banks: New insights from the global financial crisis. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 65, Article 101180. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2020.101180>

² Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Merrouche, O. (2013). Islamic vs. conventional banking: Business model, efficiency and stability. *Journal of Banking & Finance*, 37(2), 433–447. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.09.016>

³ Bae, K. H., Bailey, W., & Mao, C. X. (2021). Foreign capital flows and stock market volatility in emerging economies: A ten-year review. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 56(4), 1315–1342. <https://doi.org/10.1017/S002210902000045X>

⁴ Calvo, G. A., Izquierdo, A., & Mejía, L. F. (2018). Anatomy of sudden stops: The role of international capital flows and balance sheet vulnerabilities. *Journal of Development Economics*, 130, 124–139. <https://doi.org/10.1016/j.jdevco.2017.10.003>

⁵ Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: The incentive-signalling approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23–40. <https://doi.org/10.2307/3003485>

⁶ Forbes, K. J., & Warnock, F. E. (2022). Capital flow waves: Surges, stops, flight, and retrenchment. *Journal of International Economics*, 136, Article 103580. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2022.103580>



penurunan prospek profitabilitas korporasi di masa depan⁷ Akibatnya, sinyal ini direspon dengan cepat melalui mekanisme penyesuaian harga di pasar modal. Respon pasar ini sering kali diperparah oleh aspek psikologis investor yang dijelaskan dalam *Behavioral Finance Theory*. Menurut Barberis dan Thaler⁸, dalam kondisi ketidakpastian tinggi atau ketika dihadapkan pada guncangan informasi yang mengejutkan, investor tidak selalu bertindak rasional. Mereka cenderung mengalami kepanikan massal, menunjukkan perilaku mengikuti arus (*herding behavior*), dan melakukan reaksi berlebihan (*overreaction*) dengan ikut menjual aset-aset mereka demi menghindari kerugian yang lebih besar⁹. Akibat akumulasi dari interpretasi sinyal negatif dan bias perilaku tersebut, harga-harga saham, khususnya di sektor sensitif seperti perbankan, mengalami kejatuhan yang jauh melampaui nilai wajar fundamentalnya, menghasilkan nilai imbal hasil tak wajar yang negatif (*negative abnormal return*).

Di tengah kerentanan pasar modal konvensional terhadap guncangan eksternal tersebut, eksistensi sistem keuangan ganda (*dual banking system*) di Indonesia menawarkan sebuah dinamika komparatif yang menarik antara bank konvensional dan bank syariah. Secara konseptual, keuangan Islam memiliki karakteristik operasional unik yang didasarkan pada kepatuhan terhadap prinsip syariah, antara lain larangan riba (bunga), maysir (perjudian/spekulasi), gharar (ketidakpastian berlebih), serta pembatasan ketat terhadap rasio utang berbasis bunga (*leverage limit*)^{11,12}. Dalam Teori Keuangan Islam dijelaskan bahwa penekanan pada aktivitas ekonomi berbasis aset riil (*asset-backed transactions*) dan pembagian risiko (*risk-sharing mechanism*) memberikan tingkat stabilitas inheren yang lebih kokoh pada institusi syariah ketika menghadapi krisis ekonomi atau guncangan pasar

⁷ Forbes, K. J., & Warnock, F. E. (2022). Capital flow waves: Surges, stops, flight, and retrenchment. *Journal of International Economics*, 136, Article 103580. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2022.103580>

⁸ Barberis, N., & Thaler, R. (2013). A survey of behavioral finance. In *Handbook of the Economics of Finance* (Vol. 2, pp. 1051–1121). Elsevier.

⁹ Kahneman, D., & Tversky, A. (2019). Prospect theory: An analysis of decision under risk. In *Handbook of the Fundamentals of Financial Decision Making* (pp. 99–127). World Scientific.

¹⁰ Shiller, R. J. (2025). *Irrational exuberance and market overreactions* (4th ed.). Princeton University Press.

¹¹ Ahmed, H. (2021). *Principles of Islamic finance and banking: A resilience perspective*. Edinburgh University Press.

¹² Chapra, M. U. (2017). *The Islamic financial system: Stability, growth, and justice*. Islamic Foundation.



modal^{13 14} Ketika pasar mengalami kepanikan akibat guncangan eksternal seperti *extreme foreign sell*, karakteristik defensif dari perbankan syariah ini berpotensi memicu fenomena pelarian modal menuju aset yang lebih aman (*Flight to Quality Theory*). Investor yang rasional maupun yang menghindari risiko tinggi cenderung mengalihkan portofolio mereka dari saham-saham yang sangat volatil ke saham-saham yang dianggap memiliki proteksi fundamental lebih baik dan tingkat utang yang terkendali, seperti saham bank syariah^{15 16}. Oleh karena itu, secara teoritis, saham perbankan syariah diprediksi akan menunjukkan tingkat ketahanan pasar (*market resilience*) yang lebih tinggi, yang diindikasikan oleh penurunan harga yang lebih minim dan proses pemulihan harga (*price recovery*) yang lebih cepat dibandingkan dengan sejawat konvensional.

Meskipun fondasi teoritis mengenai keunggulan stabilitas keuangan syariah telah banyak didokumentasikan, diskusi mengenai apakah keuangan syariah relevan dan masih resilien seperti yang terjadi pada krisis ekonomi terdahulu perlu untuk dibuktikan kembali. Sejumlah besar penelitian terdahulu telah berfokus pada perbandingan kinerja fundamental jangka panjang antara bank syariah dan bank konvensional. Sebagai contoh, penelitian yang dilakukan oleh Beck et al.² serta Alqahtani et al.¹ mengonfirmasi bahwa selama krisis keuangan global tahun 2008, bank syariah menunjukkan indikator profitabilitas, likuiditas, dan kapitalisasi yang lebih stabil dibandingkan bank konvensional. Di Indonesia, studi oleh Prasetyo¹⁷ dan Wibowo¹⁸ juga menegaskan bahwa tingkat efisiensi dan rasio pembiayaan bermasalah (*Non-Performing Financing*) bank syariah relatif lebih tahan banting dalam menghadapi guncangan siklus ekonomi makro. Namun, di sisi lain, beberapa peneliti menemukan hasil sebaliknya atau tidak melihat adanya perbedaan signifikan. Studi oleh

¹³ Hasan, M., & Dridi, J. (2020). The effects of the global crisis on Islamic and conventional banks: A comparative study. *IMF Working Papers*, 20(14), 1–35.

¹⁴ Mansour, W., Ben Abdelhamid, M., & Al-Hassan, A. (2024). Islamic banking features and market resilience during non-financial shocks. *Journal of Financial Stability*, 70, Article 101201. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2023.101201>

¹⁵ Bitar, J., Tarazi, A., & Walker, O. (2022). Flight to quality and the performance of Islamic equities during market turmoils. *International Review of Financial Analysis*, 81, Article 102095. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102095>

¹⁶ Kabir, M. N., Worthington, A., & Gupta, R. (2023). Comparative market resilience of Islamic stock indexes: Evidence from event studies. *Pacific-Basin Finance Journal*, 79, Article 102012. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2023.102012>

¹⁷ Prasetyo, A. (2022). Analisis stabilitas perbankan syariah di Indonesia: Pendekatan Z-Score dan NPF harian. *Jurnal Ekonomi dan Keuangan Islam*, 10(1), 45–62.

¹⁸ Wibowo, S. (2024). Ketahanan perbankan nasional menghadapi gejolak ekonomi makro global: Studi komparasi syariah dan konvensional. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, 21(2), 118–139.



Miah dan Uddin¹⁹ serta Zainuldin et al.²⁰ berargumen bahwa regulasi keuangan modern dan integrasi pasar yang ketat telah mengikis batasan perbedaan tersebut, membuat bank syariah tetap rentan terhadap penularan krisis akibat ketergantungan sistemik pada suku bunga acuan pasar.

Lebih jauh lagi, analisis literatur menunjukkan adanya *research gap* yang krusial. Mayoritas penelitian terdahulu yang membandingkan kedua sistem perbankan ini lebih banyak menggunakan data laporan keuangan kuartalan atau tahunan untuk mengukur stabilitas jangka panjang (seperti rasio Z-score, NPL/NPF, dan ROA). Masih sangat terbatas penelitian yang secara spesifik menguji reaksi pasar modal jangka pendek (*short-term market reaction*) dan ketahanan harga saham (*market resilience*) kedua kelompok bank tersebut ketika dihadapkan pada guncangan sentimen investor negatif berskala mikro-spesifik dalam hitungan hari, seperti fenomena *net foreign sell* ekstrem dalam satu hari perdagangan tunggal. Guncangan akibat penarikan modal asing yang masif memiliki transmisi risiko yang sangat instan melalui jalur psikologi pasar dan likuiditas harian, yang tidak dapat ditangkap secara akurat oleh data akuntansi kuartalan. Terlebih lagi, penelitian *event study* perbankan yang ada umumnya menggunakan peristiwa berskala global atau makro-politik seperti pandemi COVID-19^{21 22} atau pergantian rezim pemerintahan²³. Pengujian komparatif dalam konteks peristiwa spesifik *capital outflow* lokal ekstrem dalam kondisi ekonomi yang relatif stabil secara makro masih menjadi area yang jarang dieksplorasi.

¹⁹ Miah, M. D., & Uddin, H. (2017). Efficiency and stability: A comparative study between Islamic and conventional banks in the GCC region. *Research in International Business and Finance*, 41, 214–227. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.04.033>

²⁰ Zainuldin, M. H., Lui, T. K., & You, H. W. (2023). Are Islamic banks really distinct? Re-examining market resilience under integrated global regulations. *Journal of Banking Regulation*, 24(4), 389–405. <https://doi.org/10.1057/s41261-022-00204-y>

²¹ Asness, C., Pedersen, L. H., & Zhou, F. (2024). Market shocks and behavioral overreactions during global health crises. *The Journal of Finance*, 79(2), 899–932. <https://doi.org/10.1111/jofi.13312>

²² Narayan, P. K., Phan, D. H. B., & Liu, G. (2021). COVID-19 and stock market resilience: Islamic versus conventional indexes. *International Review of Financial Analysis*, 76, Article 101772. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2021.101772>

²³ Goodell, J. W., Kumar, S., & Sharma, A. (2023). Political election shocks and stock market reactions: An event study of dual banking systems. *Journal of Corporate Finance*, 78, Article 102340. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2023.102340>



Oleh karena itu, penelitian ini hadir untuk menutup celah tersebut dengan menawarkan novelty pada tiga aspek utama. *Pertama*, penelitian ini menggunakan konteks peristiwa yang sangat mutakhir dan spesifik, yaitu fenomena *net foreign sell* ekstrem sebesar Rp8,36 triliun yang terjadi pada tanggal 29 Mei 2026 di Bursa Efek Indonesia sebagai stimulus guncangan utama. Penggunaan peristiwa aktual tahun 2026 ini memberikan kontribusi literatur yang sangat segar mengenai dinamika ketahanan pasar modal kontemporer di era pasca-pandemi dan di tengah tingginya ketidakpastian geopolitik global. *Kedua*, berbeda dari penelitian terdahulu yang memperlakukan stabilitas sebagai metrik akuntansi statis, penelitian ini mengonseptualisasikan dan mengukur ketahanan pasar (*market resilience*) secara dinamis menggunakan metodologi studi peristiwa (*event study*) harian melalui pelacakan pergerakan *Average Abnormal Return* (AAR) dan *Cumulative Average Abnormal Return* (CAAR). Langkah ini memungkinkan visualisasi dan pembuktian empiris mengenai kecepatan pemulihan harga (*speed of recovery*) dari masing-masing jenis perbankan secara presisi setelah terhantam guncangan sentimen. *Ketiga*, penelitian ini melakukan fokus komparasi yang tajam antara 3 emiten bank syariah (BRIS, BTPS, PNBS) dengan 5 emiten bank konvensional berkapitalisasi besar (*blue-chip*) penggerak pasar (BBCA, BBRI, BMRI, BBNI, BBTN). Pemilihan sampel konvensional *blue-chip* sengaja dilakukan sebagai strategi *stress-test* komparatif, mengingat saham-saham raksasa inilah yang biasanya menjadi episentrum utama target penjualan investor asing, sehingga kontras reaksi pasar dan ketahanan dari saham perbankan syariah yang berbasis investor domestik-loyal dapat diuji secara ekstrem dan valid.

Berdasarkan latar belakang, rumusan masalah, dan kebaruan yang telah dipaparkan, penelitian ini bertujuan untuk menjawab tiga pertanyaan mendasar: (1) Apakah terdapat reaksi pasar yang signifikan (diindikasikan oleh abnormal return negatif) pada saham perbankan di BEI ketika terjadi fenomena *net foreign sell* ekstrem pada tanggal 29 Mei 2026? (2) Apakah terdapat perbedaan signifikan pada *Abnormal Return* antara kelompok saham bank syariah dan bank konvensional selama periode jendela peristiwa tersebut? (3) Apakah saham perbankan syariah menunjukkan tingkat ketahanan pasar (*market resilience*) yang lebih baik dibandingkan saham perbankan konvensional dalam menghadapi guncangan sentimen negatif investor tersebut?

Hasil dari penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi ganda. Secara akademis, penelitian ini memperkaya khazanah literatur keuangan Islam, keuangan perilaku, dan manajemen risiko pasar dengan menyediakan bukti empiris baru mengenai validitas teori *Flight to Quality* dan prinsip syariah sebagai instrumen stabilitas di pasar modal ketika terjadi *market shock* jangka pendek. Secara praktis, penelitian ini diharapkan dapat menjadi panduan strategis bagi investor dalam melakukan diversifikasi portofolio dan memilih instrumen saham defensif (*safe haven* lokal) di saat pasar bergejolak ekstrem, serta memberikan masukan berharga bagi otoritas regulasi seperti Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dan Bank Indonesia dalam memetakan transmisi risiko pasar modal terhadap stabilitas sistem perbankan nasional berdasar kepemilikan asing.



KAJIAN TEORI

2.1 Signaling Theory

Signaling Theory pertama kali dikembangkan oleh Ross⁵ untuk menjelaskan bagaimana suatu informasi yang dimiliki oleh pihak tertentu dapat menjadi sinyal bagi pelaku pasar dalam mengambil keputusan investasi. Dalam konteks pasar modal modern, aktivitas perdagangan investor institusional asing sering dipandang sebagai sinyal yang memiliki kredibilitas tinggi karena dianggap memiliki akses terhadap informasi dan kemampuan analisis yang lebih baik dibandingkan investor ritel domestik⁶.

Ketika terjadi aksi jual bersih (net foreign sell) dalam jumlah besar, pasar dapat menginterpretasikan tindakan tersebut sebagai sinyal negatif mengenai prospek ekonomi atau kondisi perusahaan di masa depan. Reaksi investor domestik terhadap sinyal tersebut sering diwujudkan dalam penjualan saham secara masif sehingga menyebabkan penurunan harga saham yang signifikan²⁴.

Dalam penelitian ini, fenomena net foreign sell sebesar Rp8,36 triliun pada tanggal 29 Mei 2026 dipandang sebagai suatu sinyal negatif yang berpotensi memicu reaksi pasar terhadap saham-saham perbankan di Indonesia.

2.2 Islamic Finance Theory dan Stabilitas Perbankan Syariah

Islamic Finance Theory berlandaskan pada prinsip-prinsip syariah yang menekankan keadilan, transparansi, pembagian risiko, dan keterkaitan transaksi keuangan dengan aktivitas ekonomi riil¹². Karakteristik utama sistem keuangan syariah meliputi: Larangan riba (interest prohibition); Larangan gharar (excessive uncertainty); Larangan maysir (gambling and speculation); Risk sharing mechanism; dan Asset-backed financing.

Menurut Hasan dan Dridi¹³ karakteristik tersebut mampu meningkatkan stabilitas sistem keuangan karena mengurangi eksposur terhadap transaksi spekulatif dan pembiayaan berbasis utang yang berlebihan. Mansour et al.¹⁴ juga menemukan bahwa institusi keuangan syariah menunjukkan tingkat ketahanan yang relatif lebih baik ketika menghadapi berbagai guncangan non-finansial maupun gejolak pasar.

Dalam konteks penelitian ini, prinsip-prinsip tersebut diperkirakan dapat memberikan perlindungan tambahan terhadap saham bank syariah ketika pasar mengalami tekanan akibat aksi jual asing yang masif.

2.3 Penelitian Terdahulu

²⁴ Ahmed, S., Hasan, M., & Rahman, A. (2023). Signaling effects of foreign equity outflows in emerging Asian markets. *Journal of Emerging Market Finance*, 22(3), 245–268. <https://doi.org/10.1177/09726527231156789>

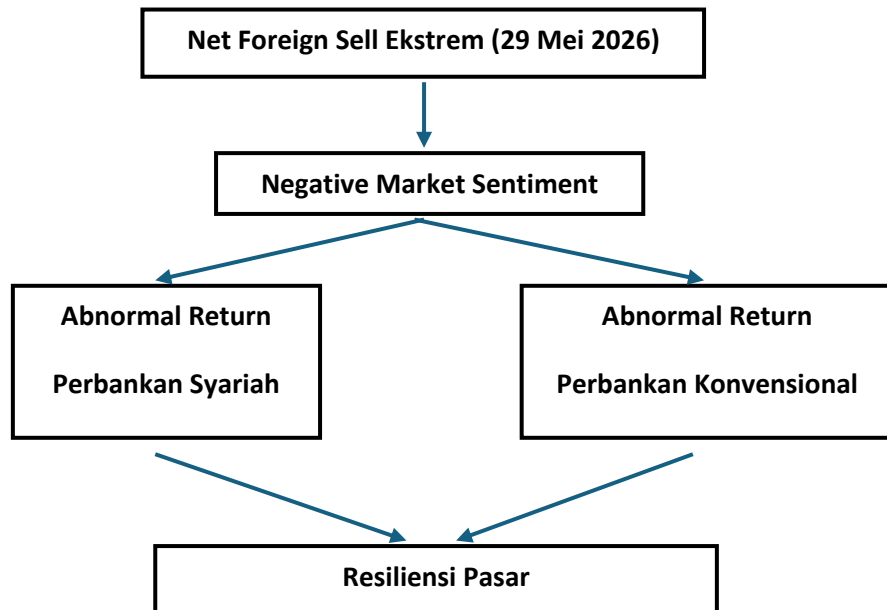
**Tabel 1 Penelitian Terdahulu**

Peneliti	Objek	Metode	Hasil
Beck et al. (2013)	Bank Syariah vs Konvensional	Panel Data	Bank syariah lebih stabil selama krisis
Alqahtani et al. (2020)	Perbankan global	Comparative Analysis	Ketahanan syariah lebih baik saat krisis
Hasan & Dridi (2020)	Perbankan internasional	Financial Ratio Analysis	Profitabilitas syariah lebih stabil
Narayan et al. (2021)	Indeks saham syariah	Event Study	Saham syariah lebih resilien selama COVID-19
Bitar et al. (2022)	Islamic Equities	Event Study	Terdapat flight to quality menuju aset syariah
Kabir et al. (2023)	Islamic Stock Index	Event Study	Resiliensi indeks syariah lebih tinggi
Goodell et al. (2023)	Sistem perbankan ganda	Event Study	Reaksi pasar berbeda antar sistem
Mansour et al. (2024)	Islamic Banking	Comparative Study	Ketahanan syariah lebih tinggi terhadap shock

2.7 Kerangka Konseptual

Penelitian ini berangkat dari asumsi bahwa peristiwa net foreign sell ekstrem menghasilkan sinyal negatif yang memengaruhi perilaku investor

Gambar 1: Kerangka Penelitian



METODOLOGI PENELITIAN

3.1 Jenis Penelitian

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif dengan pendekatan **event study** yang bertujuan mengukur reaksi pasar terhadap suatu peristiwa tertentu melalui analisis abnormal return saham.

Metode event study dipilih karena mampu mengidentifikasi dampak langsung suatu informasi baru terhadap harga saham dalam jangka pendek.

3.2 Populasi dan Sampel

Emiten perbankan syariah diambil dari IDX. Total sampai saat ini hanya ada 4 emiten perbankan syariah di bursa saham yaitu BRIS (Bank BSI); BTPS (Bank BTPN Syariah); PNBS (Bank Panin Dubai Syariah; dan BANK (Bank Aladin Syariah). Sementara Kelompok Bank Konvensional diambil 10 bank dengan kapitalisasi terbesar di bursa yaitu BMRI (Bank Mandiri); BBKA (Bank BCA); BBTN (Bank BTN); BBNI (Bank BNI); BBKP (Bank Bukopin); BNGA (Bank CIMB Niaga); BDMN (Bank Danamon); BNII (Bank Maybank Indonesia); NISP (Bank OCBC NISP); BTPN (Bank BTPN). Data diambil dari Yahoo Finance dan Investing.com



3.3 Definisi Operasional Variabel

Tabel 2 Devinisi Operasional

Variabel	Definisi	Pengukuran
Actual Return (R _{it})	Return aktual saham	(P _t -P _{t-1})/P _{t-1}
Market Return (R _{mt})	Return IHSG	(IHSG _t -IHSG _{t-1})/IHSG _{t-1}
Expected Return (E)	Return yang diharapkan	Market Adjusted Model
Abnormal Return (AR)	Selisih actual dan expected return	AR = R _i - E(R _i)
AAR	Rata-rata abnormal return	ΣAR/N
CAAR	Akumulasi AAR	ΣAAR

3.4 Periode Pengamatan

Periode pengamatan dibagi menjadi 3 yaitu periode Event Date atau hari dimana *foreign* menjual saham dengan jumlah besar atau yaitu T₀ = 29 Mei 2026, sementara Estimation Window dihitung dari T-66 sampai T-6 (60 hari perdagangan) yaitu 10 Februari 2026 -28 Mei 2026. Event Window diambil dari T-5 sampai T+5 (11 hari perdagangan)

3.4 Teknik Analisis Data

Tahap 1: Menghitung Actual Return

$$R_{it} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Tahap 2: Menghitung Market Return

$$R_{mt} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

Tahap 3: Menghitung Expected Return

Menggunakan Market Adjusted Model:

$$E(R_{it}) = R_{mt}$$

Model ini dipilih karena sesuai untuk event study jangka pendek dan tidak memerlukan estimasi parameter α dan β .



Tahap 4: Menghitung Abnormal Return

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

Tahap 5: Menghitung Average Abnormal Return

$$AAR_t = \frac{\sum AR_{it}}{N}$$

Tahap 6: Menghitung Cumulative Average Abnormal Return

$$CAAR_t = \sum AAR_t$$

3.5 Model Penelitian

$$\text{Market Resilience} = f(\text{Abnormal Return}, \text{Recovery Speed}, \text{CAAR})$$

dengan indikator utama:

- Average Abnormal Return (AAR)
- Cumulative Average Abnormal Return (CAAR)
- Speed of Recovery

Semakin kecil penurunan CAAR dan semakin cepat kembali ke titik keseimbangan, semakin tinggi tingkat ketahanan pasar (*market resilience*) suatu saham atau kelompok saham.

4. Results

4.1 Reaksi Pasar terhadap Peristiwa Net Foreign Sell Ekstrem

Peristiwa net foreign sell sebesar Rp8,36 triliun pada tanggal 29 Mei 2026 menimbulkan reaksi negatif pada saham perbankan baik syariah maupun konvensional. Reaksi tersebut tercermin dari perubahan nilai Average Abnormal Return (AAR) sebelum dan sesudah peristiwa.

Tabel 3 Perbandingan AAR Sebelum dan Sesudah Peristiwa

Kelompok	AAR Sebelum Event	AAR Sesudah Event	Perubahan
Bank Syariah	0,000186	-0,002518	-0,002704
Bank Konvensional	0,000028	-0,014014	-0,014042



Hasil menunjukkan bahwa rata-rata abnormal return kelompok bank syariah berubah dari positif sebesar 0,0186% menjadi negatif sebesar 0,2518% setelah peristiwa. Sementara itu, kelompok bank konvensional mengalami penurunan yang jauh lebih besar, yaitu dari 0,0028% menjadi -1,4014%.

Besarnya penurunan AAR pada kelompok bank konvensional mencapai sekitar 5,19 kali lebih besar dibandingkan kelompok bank syariah. Temuan ini mengindikasikan bahwa investor memberikan respons negatif yang lebih kuat terhadap saham perbankan konvensional dibandingkan saham perbankan syariah ketika terjadi tekanan jual asing dalam jumlah besar.

Hari	AAR	Hari	AAR
t-5	-0,002662	t1	0,000005
t-4	-0,003750	t2	-0,002401
t-3	0,000289	t3	0,000333
t-2	0,006853	t4	-0,005862
t-1	0,000200	t5	-0,004666
t0	-0,006594		

4.2 Analisis Average Abnormal Return (AAR)

Tabel 4 dan 5: AAR Perbankan Syariah (kiri) dan AAR Perbankan Konvensional (Kanan)

Hari	AAR	Hari	AAR
t-5	0,005482	t1	-0,000292
t-4	-0,003095	t2	-0,015920
t-3	-0,002468	t3	-0,010844
t-2	0,008702	t4	-0,015531
t-1	-0,008483	t5	-0,027482
t0	-0,007141		

Pada hari peristiwa (t0), kelompok bank syariah mengalami abnormal return negatif sebesar -0,6594%, namun tekanan tersebut relatif terbatas. Kelompok bank konvensional mengalami tekanan yang lebih besar. Bahkan setelah hari peristiwa, AAR tetap berada pada zona negatif dan cenderung memburuk hingga mencapai -2,7482% pada t+5.

4.3 Analisis Cumulative Average Abnormal Return (CAAR)

CAAR digunakan untuk mengukur dampak kumulatif peristiwa terhadap nilai saham selama jendela peristiwa.



Tabel 6 dan 7 CAAR Kelompok Bank Syariah (Kiri) dan CAAR Kelompok Bank Konvensional (Kanan)

Hari	CAAR	Hari	CAAR	Hari	CAAR	Hari	CAAR
t-5	-0,002662	t1	-0,005658	t-5	0,005482	t1	-0,007294
t-4	-0,006412	t2	-0,008059	t-4	0,002388	t2	-0,023214
t-3	-0,006123	t3	-0,007726	t-3	-0,000080	t3	-0,034059
t-2	0,000730	t4	-0,013588	t-2	0,008622	t4	-0,049590
t-1	0,000930	t5	-0,018254	t-1	0,000139	t5	-0,077072
t0	-0,005664			t0	-0,007003		

Dari tabel di atas nilai CAAR terendah kelompok syariah terjadi pada t+5 sebesar =-1,8254%. Nilai CAAR terendah kelompok konvensional terjadi pada t+5 sebesar = 7,7072%.

4.4 Analisis Market Resilience

Dalam penelitian ini market resilience diukur menggunakan:

1. Besarnya penurunan AAR setelah peristiwa.
2. Nilai CAAR minimum (maximum drawdown).
3. Kemampuan pemulihan harga selama event window.

Tabel 8 Perbandingan Market Resilience

Indikator	Bank Syariah	Bank Konvensional
Penurunan AAR	-0,2704%	-1,4042%
CAAR Minimum	-1,8254%	-7,7072%
Rasio Kerugian Kumulatif	1,00	4,22

Artinya, dampak kumulatif yang diterima kelompok bank konvensional sekitar 4,22 kali lebih besar dibandingkan kelompok bank syariah.



Selain itu, selama periode pengamatan hingga $t+5$, kedua kelompok belum sepenuhnya pulih. Namun penurunan CAAR kelompok syariah jauh lebih kecil dibandingkan kelompok konvensional, menunjukkan tingkat ketahanan yang lebih baik terhadap tekanan sentimen negatif.

HASIL DAN PEMBAHASAN

5. 1 Reaksi Pasar terhadap Peristiwa Net Foreign Sell Ekstrem

Hasil penelitian menunjukkan bahwa peristiwa net foreign sell sebesar Rp8,36 triliun pada tanggal 29 Mei 2026 memicu reaksi negatif pada saham-saham perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Temuan ini terlihat dari perubahan Average Abnormal Return (AAR) yang mengalami penurunan setelah terjadinya peristiwa. Kelompok bank syariah mengalami penurunan AAR sebesar 0,2704%, sedangkan kelompok bank konvensional mengalami penurunan yang jauh lebih besar yaitu sebesar 1,4042%.

Hasil tersebut mengindikasikan bahwa pasar menganggap aksi jual asing dalam jumlah besar sebagai informasi negatif yang berpotensi meningkatkan ketidakpastian ekonomi dan risiko investasi. Temuan ini sejalan dengan Signaling Theory yang menyatakan bahwa tindakan investor institusional besar sering kali dipersepsikan sebagai sinyal mengenai kondisi ekonomi atau prospek pasar di masa mendatang (Ross, 1977). Dalam konteks penelitian ini, penjualan saham secara masif oleh investor asing ditafsirkan oleh investor domestik sebagai sinyal meningkatnya risiko pasar sehingga mendorong terjadinya tekanan jual lanjutan.

Fenomena tersebut juga mendukung Behavioral Finance Theory yang menjelaskan bahwa investor tidak selalu bertindak secara rasional ketika menghadapi informasi negatif. Ketidakpastian yang muncul akibat capital outflow dalam jumlah besar dapat memicu perilaku herding dan overreaction sehingga tekanan harga saham menjadi lebih besar dibandingkan kondisi fundamental perusahaan yang sebenarnya (Barberis & Thaler, 2013; Kahneman & Tversky, 2019).

Temuan ini konsisten dengan penelitian Ahmed et al. (2023) yang menemukan bahwa arus keluar modal asing memiliki efek sinyal yang kuat terhadap perilaku investor domestik di pasar negara berkembang. Selain itu, hasil penelitian ini juga mendukung temuan Bae et al. (2021) yang menunjukkan bahwa volatilitas pasar saham di emerging markets sangat sensitif terhadap perubahan arus modal internasional.

5.2 Perbedaan Reaksi antara Bank Syariah dan Bank Konvensional

Hasil penelitian memperlihatkan bahwa saham bank konvensional mengalami tekanan yang jauh lebih besar dibandingkan saham bank syariah selama periode peristiwa. Pada kelompok bank konvensional, nilai CAAR minimum mencapai -7,7072%, sedangkan pada kelompok bank syariah hanya sebesar -1,8254%.

Perbedaan tersebut menunjukkan bahwa investor memandang kedua kelompok perbankan memiliki tingkat risiko yang berbeda ketika menghadapi guncangan sentimen pasar. Besarnya penurunan



harga saham pada kelompok bank konvensional menunjukkan bahwa saham-saham tersebut lebih rentan terhadap tekanan jual akibat perubahan sentimen investor.

Salah satu faktor yang dapat menjelaskan fenomena tersebut adalah karakteristik kepemilikan saham. Saham bank-bank konvensional berkapitalisasi besar seperti BBKA, BBRI, BMRI, dan BBNI memiliki porsi kepemilikan asing yang relatif tinggi serta menjadi target utama transaksi investor institusional global. Ketika terjadi aksi penjualan besar-besaran oleh investor asing, saham-saham tersebut menjadi objek pertama yang mengalami tekanan likuiditas dan penurunan harga.

Sebaliknya, saham perbankan syariah relatif memiliki basis investor domestik yang lebih dominan sehingga dampak langsung dari foreign sell menjadi lebih terbatas. Dengan demikian, struktur kepemilikan saham dapat menjadi salah satu faktor yang menjelaskan mengapa reaksi pasar terhadap kelompok bank syariah lebih moderat dibandingkan kelompok bank konvensional.

Temuan ini mendukung penelitian Goodell et al. (2023) yang menemukan bahwa sistem perbankan ganda dapat menunjukkan respons pasar yang berbeda ketika menghadapi guncangan eksternal. Hasil penelitian ini juga sejalan dengan Kabir et al. (2023) yang menemukan bahwa instrumen keuangan berbasis syariah cenderung memiliki sensitivitas yang lebih rendah terhadap gejolak pasar dibandingkan instrumen konvensional.

5.3 Market Resilience Perbankan Syariah dan Konvensional

Tujuan utama penelitian ini adalah menguji apakah perbankan syariah memiliki tingkat market resilience yang lebih tinggi dibandingkan perbankan konvensional ketika menghadapi guncangan sentimen negatif investor.

Berdasarkan hasil pengukuran menggunakan indikator AAR dan CAAR, kelompok bank syariah menunjukkan tingkat ketahanan pasar yang lebih baik dibandingkan kelompok bank konvensional. Hal ini ditunjukkan oleh nilai CAAR minimum yang jauh lebih kecil, yaitu -1,8254% dibandingkan -7,7072% pada kelompok bank konvensional. Dengan kata lain, kerugian kumulatif yang dialami kelompok bank konvensional sekitar 4,22 kali lebih besar dibandingkan kelompok bank syariah.

Temuan ini menunjukkan bahwa saham bank syariah memiliki kemampuan yang lebih baik dalam menyerap guncangan pasar (shock absorption capacity). Ketika sentimen negatif melanda pasar, penurunan harga saham bank syariah relatif lebih terkendali sehingga akumulasi kerugian investor menjadi lebih kecil.

Hasil penelitian ini mendukung Flight to Quality Theory yang menjelaskan bahwa pada saat terjadi peningkatan risiko dan ketidakpastian, investor cenderung mengalihkan dana ke instrumen yang dianggap lebih aman dan lebih stabil. Dalam konteks penelitian ini, karakteristik perbankan syariah yang berbasis aset riil, memiliki pembatasan spekulasi, serta menerapkan prinsip kehati-hatian dalam pembiayaan dapat meningkatkan persepsi investor terhadap stabilitas institusi tersebut.

Temuan ini juga memperkuat Islamic Finance Theory yang menyatakan bahwa mekanisme risk sharing dan pembatasan leverage dalam sistem keuangan syariah mampu menciptakan ketahanan



yang lebih tinggi terhadap berbagai jenis guncangan ekonomi dan keuangan (Chapra, 2017; Hasan & Dridi, 2020). Dengan demikian, hasil penelitian ini memberikan bukti empiris bahwa keunggulan stabilitas yang selama ini banyak ditemukan pada studi krisis keuangan global juga tetap relevan dalam konteks guncangan pasar modal jangka pendek yang dipicu oleh sentimen negatif investor.

5.4 Implikasi Teoretis dan Praktis

Secara teoretis, penelitian ini memperluas literatur mengenai market resilience dengan menunjukkan bahwa ketahanan perbankan tidak hanya dapat diukur melalui indikator fundamental seperti profitabilitas, likuiditas, atau risiko pembiayaan, tetapi juga dapat diamati melalui reaksi pasar modal jangka pendek menggunakan pendekatan event study. Hasil penelitian ini memberikan dukungan empiris terhadap Signaling Theory, Behavioral Finance Theory, Flight to Quality Theory, dan Islamic Finance Theory dalam menjelaskan perilaku investor selama periode gejolak pasar.

Secara praktis, hasil penelitian ini memberikan informasi penting bagi investor dalam menyusun strategi diversifikasi portofolio. Dalam kondisi pasar yang mengalami tekanan akibat capital outflow, saham perbankan syariah berpotensi berfungsi sebagai instrumen defensif yang mampu mengurangi risiko kerugian dibandingkan saham perbankan konvensional. Selain itu, temuan ini juga dapat menjadi masukan bagi regulator, khususnya Otoritas Jasa Keuangan dan Bursa Efek Indonesia, dalam memahami pola transmisi risiko yang berasal dari aktivitas investor asing terhadap stabilitas sektor perbankan nasional.

KESIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis reaksi pasar dan membandingkan tingkat market resilience antara saham perbankan syariah dan perbankan konvensional di Bursa Efek Indonesia (BEI) dalam menghadapi peristiwa net foreign sell ekstrem sebesar Rp8,36 triliun pada tanggal 29 Mei 2026. Berdasarkan hasil analisis event study menggunakan indikator Average Abnormal Return (AAR) dan Cumulative Average Abnormal Return (CAAR), diperoleh beberapa kesimpulan sebagai berikut.

Pertama, peristiwa net foreign sell ekstrem pada tanggal 29 Mei 2026 terbukti menimbulkan reaksi negatif pada saham-saham perbankan di Bursa Efek Indonesia. Hal ini ditunjukkan oleh perubahan nilai Average Abnormal Return (AAR) yang mengalami penurunan setelah terjadinya peristiwa. Temuan tersebut mengindikasikan bahwa pasar merespons aksi jual besar-besaran investor asing sebagai sinyal negatif yang meningkatkan persepsi risiko dan ketidakpastian di pasar modal Indonesia.

Kedua, terdapat perbedaan reaksi pasar antara kelompok saham perbankan syariah dan kelompok saham perbankan konvensional. Hasil penelitian menunjukkan bahwa penurunan abnormal return pada kelompok bank konvensional jauh lebih besar dibandingkan kelompok bank syariah. Rata-rata abnormal return kelompok bank konvensional mengalami penurunan sekitar 1,4042%, sedangkan kelompok bank syariah hanya mengalami penurunan sekitar 0,2704%. Temuan ini menunjukkan bahwa saham perbankan syariah relatif lebih mampu menahan tekanan sentimen negatif yang muncul akibat aksi jual investor asing.



Ketiga, saham perbankan syariah menunjukkan tingkat market resilience yang lebih tinggi dibandingkan saham perbankan konvensional. Hal tersebut tercermin dari nilai Cumulative Average Abnormal Return (CAAR) minimum yang lebih kecil pada kelompok bank syariah (-1,8254%) dibandingkan kelompok bank konvensional (-7,7072%). Selain itu, dampak kerugian kumulatif yang dialami kelompok bank konvensional tercatat sekitar 4,22 kali lebih besar dibandingkan kelompok bank syariah. Hasil ini menunjukkan bahwa saham perbankan syariah memiliki kemampuan yang lebih baik dalam menyerap guncangan pasar dan mempertahankan stabilitas harga selama periode tekanan sentimen negatif.

Secara keseluruhan, penelitian ini memberikan bukti empiris bahwa karakteristik perbankan syariah yang berbasis prinsip kehati-hatian, pembatasan aktivitas spekulatif, dan keterkaitan dengan aktivitas ekonomi riil berkontribusi terhadap ketahanan pasar yang lebih baik ketika menghadapi guncangan sentimen investor. Temuan ini mendukung Signaling Theory, Behavioral Finance Theory, Flight to Quality Theory, dan Islamic Finance Theory yang menjelaskan bahwa dalam kondisi ketidakpastian tinggi, investor cenderung lebih mempertahankan atau mengalihkan investasinya pada instrumen yang dipersepsikan memiliki risiko lebih rendah dan stabilitas yang lebih tinggi.

Dengan demikian, saham perbankan syariah berpotensi menjadi alternatif instrumen defensif bagi investor dalam menghadapi periode gejolak pasar yang dipicu oleh arus keluar modal asing dan sentimen negatif di pasar keuangan.



DAFTAR PUSTAKA

Ahmed, H. (2021). *Principles of Islamic finance and banking: A resilience perspective*. Edinburgh University Press.

Ahmed, S., Hasan, M., & Rahman, A. (2023). Signaling effects of foreign equity outflows in emerging Asian markets. *Journal of Emerging Market Finance*, 22(3), 245–268. <https://doi.org/10.1177/09726527231156789>

Alqahtani, F., Mayes, D. G., & Brown, K. (2020). Economic resilience of Islamic banks: New insights from the global financial crisis. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 65, Article 101180. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2020.101180>

Asness, C., Pedersen, L. H., & Zhou, F. (2024). Market shocks and behavioral overreactions during global health crises. *The Journal of Finance*, 79(2), 899–932. <https://doi.org/10.1111/jofi.13312>

Bae, K. H., Bailey, W., & Mao, C. X. (2021). Foreign capital flows and stock market volatility in emerging economies: A ten-year review. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 56(4), 1315–1342. <https://doi.org/10.1017/S002210902000045X>

Barberis, N., & Thaler, R. (2013). A survey of behavioral finance. In *Handbook of the Economics of Finance* (Vol. 2, pp. 1051–1121). Elsevier.

Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Merrouche, O. (2013). Islamic vs. conventional banking: Business model, efficiency and stability. *Journal of Banking & Finance*, 37(2), 433–447. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.09.016>

Bitar, J., Tarazi, A., & Walker, O. (2022). Flight to quality and the performance of Islamic equities during market turmoils. *International Review of Financial Analysis*, 81, Article 102095. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102095>

Calvo, G. A., Izquierdo, A., & Mejía, L. F. (2018). Anatomy of sudden stops: The role of international capital flows and balance sheet vulnerabilities. *Journal of Development Economics*, 130, 124–139. <https://doi.org/10.1016/j.jdevec.2017.10.003>

Chapra, M. U. (2017). *The Islamic financial system: Stability, growth, and justice*. Islamic Foundation.

Forbes, K. J., & Warnock, F. E. (2022). Capital flow waves: Surges, stops, flight, and retrenchment. *Journal of International Economics*, 136, Article 103580. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2022.103580>

Goodell, J. W., Kumar, S., & Sharma, A. (2023). Political election shocks and stock market reactions: An event study of dual banking systems. *Journal of Corporate Finance*, 78, Article 102340. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2023.102340>



Hasan, M., & Dridi, J. (2020). The effects of the global crisis on Islamic and conventional banks: A comparative study. *IMF Working Papers*, 20(14), 1–35.

Kabir, M. N., Worthington, A., & Gupta, R. (2023). Comparative market resilience of Islamic stock indexes: Evidence from event studies. *Pacific-Basin Finance Journal*, 79, Article 102012. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2023.102012>

Kahneman, D., & Tversky, A. (2019). Prospect theory: An analysis of decision under risk. In *Handbook of the Fundamentals of Financial Decision Making* (pp. 99–127). World Scientific.

Mansour, W., Ben Abdelhamid, M., & Al-Hassan, A. (2024). Islamic banking features and market resilience during non-financial shocks. *Journal of Financial Stability*, 70, Article 101201. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2023.101201>

Miah, M. D., & Uddin, H. (2017). Efficiency and stability: A comparative study between Islamic and conventional banks in the GCC region. *Research in International Business and Finance*, 41, 214–227. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.04.033>

Narayan, P. K., Phan, D. H. B., & Liu, G. (2021). COVID-19 and stock market resilience: Islamic versus conventional indexes. *International Review of Financial Analysis*, 76, Article 101772. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2021.101772>

Prasetyo, A. (2022). Analisis stabilitas perbankan syariah di Indonesia: Pendekatan Z-Score dan NPF harian. *Jurnal Ekonomi dan Keuangan Islam*, 10(1), 45–62.

Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: The incentive-signalling approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23–40. <https://doi.org/10.2307/3003485>

Shiller, R. J. (2025). *Irrational exuberance and market overreactions* (4th ed.). Princeton University Press.

Wibowo, S. (2024). Ketahanan perbankan nasional menghadapi gejolak ekonomi makro global: Studi komparasi syariah dan konvensional. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, 21(2), 118–139.

Zainuldin, M. H., Lui, T. K., & You, H. W. (2023). Are Islamic banks really distinct? Re-examining market resilience under integrated global regulations. *Journal of Banking Regulation*, 24(4), 389–405. <https://doi.org/10.1057/s41261-022-00204-y>