



# E-PAPER PERPUSTAKAAN DPR-RI

## <http://epaper.dpr.go.id>

**Judul** : Kepercayaan, Ujian Terberat Pasar Modal  
**Tanggal** : Kamis, 05 Februari 2026  
**Surat Kabar** : Kompas  
**Halaman** : 6

Kepercayaan memang benar-benar sedang diuji sekarang. Butuh waktu sampai pasar percaya. Namun, ia bisa runtuh dengan sekejap.

Oleh Teuku Riefky

Pasar saham Indonesia tidak sekadar berfluktuasi, tetapi sedang memberikan sinyal. Beberapa hari ini, Indeks Harga Saham Gabungan atau IHSG turun sekitar 12 persen. Karena itu, otoritas bursa sudah beberapa kali menghentikan perdagangan untuk sementara. Indeks mendadak turun drastis. Fluktuasi secepat ini hampir tidak pernah terjadi tanpa penyebab mendasar.

Yang membuat guncangan ini signifikan adalah sumbernya. Masalahnya bukan ekonomi dunia, bukan inflasi yang naik, dan juga bukan nilai tukar yang turun. Hal utama yang jadi pemicu adalah satu pernyataan dari MSCI, penyusun indeks saham global. MSCI menyorot risiko yang meningkat di pasar modal Indonesia. Respons "keras" pasar menunjukkan bahwa isu yang disentuh MSCI bukan hanya teknis, melainkan langsung menyentuh kepercayaan investor.

Selama ini peringatan MSCI kerap dibaca secara sempit, seolah hanya menyangkut soal investability: Apakah Indonesia masih pantas berada di indeks global, atau apakah bobotnya akan dipangkas. Pembacaan seperti ini menyesatkan. Yang dipersoalkan bukan sekadar posisi Indonesia di sebuah indeks, melainkan juga kualitas institusi pasar modal itu sendiri—apakah pasar saham Indonesia cukup layak dipercaya untuk menampung modal jangka panjang.

Perhatiannya ada pada hal-hal yang menentukan apakah sebuah pasar layak dipercaya: siapa sebenarnya pemilik saham, seberapa besar saham yang benar-benar beredar di publik, dan apakah harga terbentuk melalui mekanisme pasar yang wajar. MSCI juga tidak sedang menilai prospek pertumbuhan ekonomi Indonesia, apalagi menimbang satu per satu kinerja emiten. Untuk investor jangka panjang, hal ini bukan urusan kecil. Hal ini jadi dasar utama.

Reaksi pasar terhadap isu seperti ini sebenarnya sudah sering terlihat di berbagai negara. Saat investor mulai ragu pada institusi, uang bisa saja langsung berhenti masuk. Hal ini bisa terjadi meski ekonomi sudah mulai melambat sebelumnya. Sering kali, data makro sudah memberikan sinyal, tetapi pasar belum bergerak karena belum ada pemicu yang menyatukan persepsi.

Perubahan sering terjadi ketika banyak pihak mulai melihat sesuatu dengan cara yang berbeda. Pola inilah yang dikenal sebagai sudden stop. Reinhart dan Rogoff (2009) mencatat bahwa banyak krisis di negara berkembang bukan dipicu oleh satu angka ekonomi yang buruk, melainkan oleh momen ketika pelaku pasar akhirnya membaca arah yang sama.

Dalam kasus Indonesia, tekanan kepercayaan ini juga berdiri di atas kondisi makro yang memang sudah melemah. Penerimaan Pajak Penghasilan turun 13,13 persen. Pajak Pertambahan Nilai ikut turun 4,52 persen. Angka ini memperlihatkan kalau produktivitas dan daya beli masyarakat sekarang sedang melemah. Kombinasi seperti ini jarang muncul di luar masa tekanan ekonomi. Melihat latarnya, gejala pasar keuangan lebih pas dianggap sebagai respons akibat ekonomi riil yang melemah, yang sebelumnya belum benar-benar terlihat di harga aset.

Uniknya, gambar ini malah bertolak belakang dengan apa yang terjadi di pasar saham selama 2025. IHSG justru melesat dan berulang kali menyentuh rekor terdingginya. Tidak sedikit pihak yang menginterpretasikan ini sebagai sinyal positif.

Kalau dilihat lebih dekat, dasar makroekonomi sebenarnya tidak sejalan dengan narasi itu. Pertumbuhan ekonomi bertahan di sekitar 5 persen, penerimaan pajak utama melemah, dan produktivitas tidak banyak bergerak. Jarak antara harga saham dan ekonomi riil yang mendasarinya makin jauh.

Berbahaya

Literatur terkait krisis ekonomi mengingatkan bahwa situasi seperti ini berbahaya. Minsky (1986) menyebutnya sebagai Minsky Moment: periode stabilitas yang terlalu lama menumbuhkan rasa aman berlebihan, mendorong pengambilan risiko yang makin

agresif, hingga sistem menjadi rapuh. Saat kepercayaan hilang, perubahan angin ekonomi biasanya terjadi cepat dan sering datang tiba-tiba.

Dalam konteks Indonesia, lonjakan indeks sepanjang 2025 terjadi justru ketika indikator fiskal melemah dan produktivitas tidak banyak bergerak. Beberapa kalangan masih menganggap wajar jika harga aset tidak selalu sejalan dengan kondisi ekonomi, selama kepercayaan masih ada. Namun, begitu satu pemicu kredibilitas muncul—dalam hal ini pernyataan MSCI—arah pasar berubah cepat. Apa yang sebelumnya tampak stabil berbalik tajam, mengikuti pola sudden stop yang digambarkan Reinhart dan Rogoff.

Saat ini, pasar saham selalu terikat aturan dan sistem yang ada. Mencari untung akan lebih mudah ketika sudah tahu siapa yang punya, uang yang masuk cukup, dan harga juga sudah pasti.

Kyle dan Xiong (2001) menemukan bahwa pasar yang jumlah saham beredarnya sedikit dan kepemilikannya terpusat cenderung lebih mudah mengalami naik turun harga yang tajam dan penentuan harga yang tidak wajar. Kalau situasinya seperti itu, harga yang naik justru memantik risiko semakin besar. Kepercayaan investor malah bisa tergerus. Tekanan semacam ini hampir selalu memancing respons kebijakan yang serba cepat. Saat pasar sedang tidak stabil, rasa ingin cepat-cepat memperbaiki keadaan jadi makin kuat. Salah satu pilihan yang muncul yaitu entitas investasi milik negara, seperti Danantara, dapat membeli saham yang dinilai punya kualitas baik.

Di atas kertas, ini terlihat menenangkan. Namun, banyak negara yang sudah membuktikan kalau risiko itu benar-benar ada. Beberapa penelitian menunjukkan pemerintah yang mendukung aset tertentu kadang malah terjebak pada quality trap. Lazzarini dan tim (2015) menyebutkan, perlindungan dari negara bisa membuat disiplin pasar jadi lemah dan efisiensi jangka panjang turun. Cara seperti ini tidak menyelesaikan masalah. Bahkan, pasar jadi makin lemah.

Masalahnya belum selesai sampai di situ. Ketika negara ikut membeli saham, risikonya ikut berpindah. Dampak ini tidak hanya ke neraca keuangan entitas yang mewakili negara, tetapi juga ke reputasi kebijakan. Reinhart dan Rogoff (2011) mengingatkan, krisis sering memburuk ketika risiko swasta dialihkan ke negara. Sebab, kepercayaan yang tersisa ikut terkikis. Masalah investability ini juga terlihat di sektor riil. Selama tiga triwulan terakhir 2025, pertumbuhan penanaman modal asing tercatat negatif. Keraguan investor tidak hanya tampak di transaksi saham dan obligasi.

Investor juga ragu waktu ingin menaruh modal atau mau menambah kapasitas produksi untuk jangka panjang. Pasar keuangan dan sektor riil butuh hukum yang pasti, aturan yang jelas, dan pemerintah yang bisa dipercaya untuk menegakkan aturan. North (1990) mengatakan, cara agen ekonomi bertindak sangat dipengaruhi oleh seberapa jelas dan mudah aturan diterapkan.

Episode MSCI ini memperjelas satu hal. Apa yang dulu hanya dugaan kini menjadi konkret. Sebelum MSCI mengeluarkan pernyataan, pelaku pasar mungkin masih melihat transparansi dan tata kelola pasar sebagai hal teknis saja. Setelahnya, pasar bereaksi, arus modal tertekan, dan sektor riil ikut menahan diri.

Kepercayaan memang benar-benar sedang diuji sekarang. Butuh waktu sampai pasar percaya. Namun, ia bisa runtuh dengan sekejap. North menyebutkan, sebuah institusi tidak terbentuk dalam waktu singkat. Institusi tumbuh dari aturan yang jelas, pasti, dan bisa diprediksi.

Yang terpenting nanti bukan soal nilai indeks saham, tetapi soal aturan main yang bisa ditegakkan secara konsekuen. Pemilik saham harus jelas. Aturan free float harus dipatuhi. Hukum investasi mesti tegas. Negara cukup mengatur saja, jangan ikut terjun ke pasar. Pasar modal yang sehat tidak harus selalu naik, tetapi selalu bisa dipercaya.

Teuku Riefky, Peneliti LPEM FEB UI