BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Penelitian

Dunia kini berada dalam pusaran transformasi digital yang masif, memicu perubahan fundamental di berbagai sektor, termasuk lanskap ekonomi dan keuangan global. Isu global yang muncul dari revolusi digital ini sangat beragam, mulai dari otomatisasi, *big data*, hingga kemunculan ekosistem finansial baru yang didorong teknologi (Schwab, 2017). Fenomena ini telah mengubah model bisnis, rantai pasok, dan bahkan memicu diskusi tentang masa depan uang serta sistem keuangan terpusat (Tapscott & Tapscott, 2016).

Di tengah gelombang inovasi ini, teknologi *blockchain* dan aset kripto telah menjadi salah satu isu global paling signifikan dalam dekade terakhir. Aset digital seperti Bitcoin tidak hanya menciptakan kelas aset baru, tetapi juga membuka perdebatan tentang desentralisasi, inklusi keuangan, efisiensi transaksi lintas batas, serta tantangan regulasi, keamanan siber, dan volatilitas ekstrem (Nakamoto, 2008; Gandal et al., 2018). Pasar kripto, dengan karakteristiknya yang beroperasi 24/7 dan desentralisasi, menjadi cerminan nyata bagaimana isu-isu global mulai dari inovasi teknologi, sentimen pasar yang cepat menyebar, dan perilaku investor yang didorong informasi digital, hingga ketidakpastian makroekonomi dapat berinteraksi dan memengaruhi kelas aset ini.

Pascakrisis keuangan global 2008 dan pandemi COVID-19 pada tahun 2020-2021, pasar keuangan menjadi semakin terintegrasi dan kompleks. Ketidakpastian ekonomi makro global, seperti inflasi yang persisten, perubahan kebijakan moneter bank sentral utama, dan ketegangan geopolitik, turut memperkuat volatilitas pasar (Bekaert et al., 2009; Grinblatt & Keloharju, 2000). Dalam lingkungan ini, perilaku investor menjadi elemen krusial yang membentuk dinamika pasar. Era digital mempercepat penyebaran informasi dan disinformasi melalui media sosial, yang

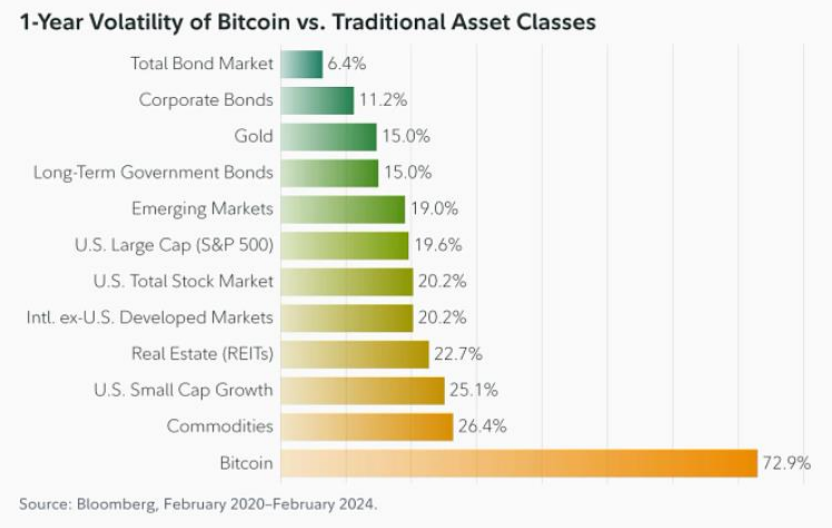
dapat memengaruhi sentimen pasar secara kolektif dan membentuk minat investor ritel secara masif dan cepat, bahkan memicu *herd mentality* atau *fear of missing out* (FOMO) yang tidak selalu berbasis pada analisis fundamental yang rasional (Shiller, 2000; Barber & Odean, 2008). Menurut Teori Ekonomi Perilaku, herd mentality adalah bias kognitif yang membuat investor cenderung meniru perilaku mayoritas demi mengurangi ketidakpastian (Kahneman, 2011). Di sisi lain, Fear of Missing Out (FOMO) didefinisikan sebagai kecemasan sosial yang didorong oleh kebutuhan untuk terhubung dan perbandingan sosial intens, khususnya di media sosial, yang memicu tindakan impulsif agar tidak ketinggalan dari orang lain (Przybylski et al., 2013). Kedua fenomena ini sering berinteraksi, menciptakan dinamika pasar yang kurang rasional. Investor di seluruh dunia kini harus menavigasi lingkungan investasi yang multifaktor, di mana emosi pasar dan tren digital turut memegang peranan penting.

Penelitian mengenai pasar aset kripto, khususnya Bitcoin, menawarkan kelebihan yang signifikan sebagai objek studi. Pasar kripto ini merupakan inovasi finansial yang relatif baru dan terus berkembang pesat, sehingga menawarkan area penelitian yang kaya akan fenomena unik dan belum sepenuhnya teruji oleh waktu atau teori keuangan tradisional (Dyhrberg, 2016). Data yang tersedia secara publik dan transparan melalui *blockchain* dan berbagai platform data seperti CoinMarketCap, CoinGecko dan lain-lain memungkinkan analisis mendalam terhadap pergerakan harga, volume, dan indikator pasar lainnya. Selain itu, pasar kripto juga didominasi oleh partisipasi ritel dan sangat sensitif terhadap informasi yang menyebar cepat melalui media digital, menjadikannya laboratorium ideal untuk menguji teori-teori keuangan perilaku seperti pengaruh sentimen dan *herd mentality* (Urquhart, 2018).

Namun, penelitian di pasar kripto juga memiliki kekurangan dan tantangan tersendiri. Volatilitas yang ekstrem dan sifat pasar yang belum sepenuhnya matang dapat mempersulit pemodelan dan prediksi yang akurat (Baur et al., 2018).

Gambar 1.1 : Volatilitas 1-Tahun Bitcoin vs. Kelas Aset Tradisional di Amerika Serikat

(Februari 2020 - Februari 2024)



Sumber: Fidelity Digital Assets, Data dari Bloomberg

Tingginya angka volatilitas yang disajikan pada Gambar 1.1 di atas bukan sekadar karakteristik teknis biasa, melainkan sebuah fenomena masalah mendasar yang menunjukkan adanya kesenjangan (*gap*) yang kontras antara harapan teoritis dengan realita di lapangan. Secara ideal, dengan semakin matangnya pasar aset kripto pasca-persetujuan ETF Bitcoin Spot dan adopsi institusional yang meluas, pergerakan harga Bitcoin diharapkan mengarah pada stabilitas yang meningkat (*low volatility*). Berdasarkan *Efficient Market Hypothesis* (EMH), masuknya arus informasi fundamental seharusnya membentuk harga yang rasional agar aset ini dapat menjalankan fungsinya sebagai penyimpan nilai (*store of value*) dan alat diversifikasi portofolio yang efisien tanpa mengekspos investor pada risiko kerugian ekstrem (*tail risk*).

Namun, realitas pada periode 2020–2024 menunjukkan anomali yang signifikan terhadap ekspektasi tersebut. Volatilitas Bitcoin tetap berada pada level yang sangat ekstrem dan sering kali memicu fluktuasi tak terduga yang sama sekali tidak sejalan dengan fundamental ekonomi makro. Masalah utama muncul karena lonjakan volatilitas ini tidak lagi digerakkan oleh informasi fundamental bursa, melainkan

didorong oleh faktor non-fundamental berupa ledakan sentimen irasional, bias *herd mentality*, kepanikan massal (*panic selling*), dan fenomena spekulatif FOMO (*Fear of Missing Out*) dari investor ritel. Akibatnya, risiko investasi menjadi sangat liar di mana kalkulasi risiko bagi investor di Indonesia menjadi tidak akurat. Tanpa penguraian pendorong volatilitas ini, aktivitas investasi aset kripto bagi masyarakat domestik dikhawatirkan bergeser dari strategi finansial terukur menjadi perilaku spekulatif murni yang menyerupai perjudian (*gambling*).

Hal ini menyebabkan risiko investasi menjadi sangat liar, di mana ketidakpastian harga yang terlalu tinggi membuat kalkulasi risiko bagi investor di Indonesia menjadi tidak akurat. Tanpa pemahaman mendalam mengenai faktor pendorong volatilitas ini, investasi aset kripto bagi masyarakat cenderung bergeser dari strategi finansial yang terukur menjadi perilaku spekulatif yang berisiko tinggi (*gambling*). Oleh karena itu, penelitian ini memfokuskan pada volatilitas sebagai variabel dependen utama guna mengurai kompleksitas risiko tersebut di tengah dinamika pasar global dan domestik.

Data internal penelitian ini (2020-2024) mengonfirmasi temuan Fidelity tersebut, di mana rata-rata volatilitas harian Bitcoin tercatat sebesar 2,25%. Lonjakan tertinggi terjadi pada periode tertentu hingga mencapai 46,47%, yang jauh melampaui standar deviasi instrumen investasi konvensional lainnya di Indonesia. Fenomena volatilitas Bitcoin pada periode 2020-2024 menunjukkan dinamika yang berbeda dibandingkan tahun-tahun awal kemunculannya. Transisi Bitcoin dari aset spekulatif ritel murni menuju aset yang mulai diadopsi oleh institusi finansial global terutama pasca persetujuan ETF Bitcoin Spot menciptakan indikasi adanya maturitas pasar (*market maturity*). Hal ini menimbulkan urgensi untuk menguji kembali apakah variabel perilaku ritel tradisional, seperti *Google Trends* dan sentimen media sosial, masih memiliki kekuatan prediktif yang sama terhadap volatilitas harga, ataukah pasar Bitcoin telah mulai bergerak menuju efisiensi pasar yang lebih stabil di mana informasi terserap dengan cara yang lebih kompleks.

Bitcoin sebagai aset kripto utama telah menunjukkan fluktuasi harga yang sangat drastis dalam waktu singkat, seringkali tanpa pemicu fundamental yang

jelas, menjadikannya salah satu aset dengan pergerakan harga paling tidak terduga. Hal ini diperkuat oleh Grafik 1.1 yang membandingkan volatilitas 1-tahun Bitcoin dengan berbagai kelas aset tradisional Amerika Serikat, menunjukkan bahwa Bitcoin memiliki volatilitas yang jauh lebih tinggi yaitu 72.9% dibandingkan aset-aset lain seperti obligasi (6.4% - 15.0%), saham (19.0% - 25.1%), atau komoditas (26.4%) pada periode Februari 2020 hingga Februari 2024. Meskipun perbandingan tersebut berasal dari pasar global, temuan ini relevan dengan konteks Indonesia. Berbagai penelitian di dalam negeri secara konsisten menunjukkan bahwa volatilitas Bitcoin jauh melampaui aset tradisional di Indonesia seperti IHSG. Riset oleh Vincent Kongdinata (2025), misalnya, mengonfirmasi adanya perbedaan signifikan dalam hal risiko, dengan volatilitas IHSG yang terbukti paling rendah. Volatilitas ekstrem pada aset digital ini secara jelas menggarisbawahi tantangan pemodelan dan prediksi yang akurat. Meskipun regulasi yang seragam masih berkembang dan data historis kripto tidak sepanjang aset tradisional, fokus pada periode data 2020-2024 yang penuh dengan dinamika pasar signifikan (pandemi, adopsi masif, dan *bear market*) akan memungkinkan analisis yang mendalam dan relevan.

Meskipun penelitian mengenai aset kripto telah berkembang, terdapat kesenjangan literatur (*research gap*) yang krusial yang melatarbelakangi penelitian ini. Sebagian besar studi terdahulu cenderung berfokus pada pengaruh langsung variabel psikologis terhadap harga tanpa mempertimbangkan mekanisme transmisinya. Penelitian ini mengisi celah tersebut dengan memosisikan Volume Perdagangan sebagai variabel mediasi, mengingat secara teoritis sentimen dan minat investor tidak akan mampu menggerakkan volatilitas pasar tanpa adanya eksekusi transaksi riil. Lebih lanjut, orisinalitas penelitian ini terletak pada integrasi Kurs IDR/USD sebagai variabel moderasi, guna memahami bagaimana faktor makroekonomi domestik memitigasi atau memperkuat pengaruh sentimen global terhadap aktivitas pasar di Indonesia sebuah area yang masih sangat jarang dieksplorasi dalam model penelitian pasar kripto yang holistic.

Penelitian ini memfokuskan pada interaksi beberapa variabel kunci untuk mengurai kompleksitas pasar kripto. Volatilitas Harga Bitcoin dipilih sebagai variabel dependen utama karena, dalam konteks aset digital, volatilitas bukan hanya sekadar fluktuasi harga, melainkan cerminan paling akurat dari risiko investasi dan ketidakpastian pasar. Berbeda dengan aset tradisional yang memiliki nilai fundamental yang jelas (seperti pendapatan perusahaan atau aliran kas), nilai Bitcoin sangat bergantung pada sentimen dan kepercayaan publik. Oleh karena itu, tingkat fluktuasi harganya (volatilitas) menjadi indikator utama seberapa rentan aset ini terhadap perubahan sentimen pasar dan persepsi risiko (Baur et al., 2018). Mengukur volatilitas memungkinkan penelitian ini untuk secara kuantitatif menilai seberapa besar dampak sentimen terhadap pergerakan pasar, yang merupakan inti dari hipotesis.

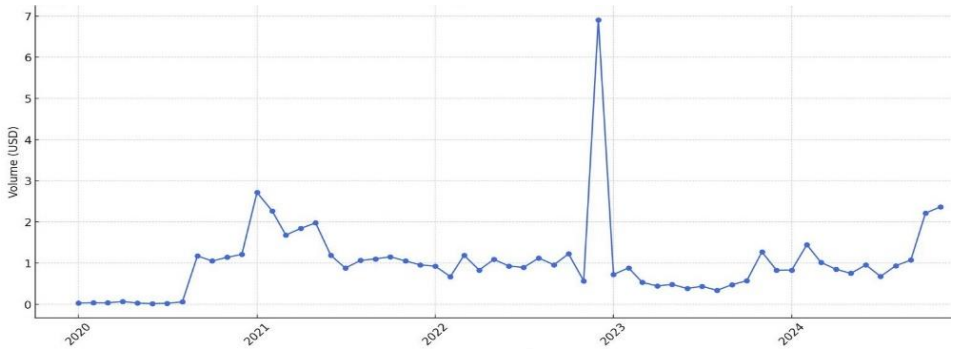
Sebagai variabel independen, Sentimen Pasar Kripto dipilih mengingat peran dominan psikologi dan sentimen kolektif dalam pasar yang digerakkan oleh informasi dan spekulasi (Shiller, 2000; Kim et al., 2020). Interaksi antara sentimen dan volatilitas ini membentuk dinamika pasar yang unik, dan analisis ini bertujuan untuk mengukur sejauh mana sentimen pasar kripto dapat secara langsung menjelaskan fluktuasi harga yang ekstrem pada aset Bitcoin.

Selanjutnya, Minat Investor Ritel juga diidentifikasi sebagai variabel independen. Pemilihan ini didasarkan pada karakteristik unik pasar kripto yang didominasi oleh partisipasi individu, berbeda dengan pasar tradisional yang sering kali dikuasai oleh investor institusional. Partisipasi masif dan pencarian informasi oleh investor individu terbukti memiliki pengaruh signifikan terhadap pergerakan pasar, khususnya di pasar kripto yang sebagian besar digerakkan oleh dinamika kolektif partisipan ritel (Barber & Odean, 2008; Urquhart, 2018). Oleh karena itu, lonjakan minat dari investor ritel, yang sering kali ditangkap melalui metrik seperti volume pencarian online atau data media sosial, dapat berfungsi sebagai sinyal kuat mengenai potensi pergerakan pasar di masa depan.

Dalam kerangka ini, Volume Perdagangan dihipotesiskan sebagai variabel mediasi. Volume perdagangan berfungsi sebagai mekanisme transmisi utama yang

menghubungkan minat investor ritel dengan volatilitas harga. Dengan kata lain, peningkatan sentimen dan minat dari investor ritel tidak secara langsung menyebabkan volatilitas, tetapi memicu aktivitas perdagangan yang lebih tinggi. Peningkatan volume perdagangan ini baik beli maupun jual akan mempercepat pergerakan harga, yang pada gilirannya memengaruhi fluktuasi harga atau volatilitas (Lo & Wang, 2000). Dengan demikian, volume perdagangan bertindak sebagai jembatan yang secara kuantitatif menunjukkan bagaimana psikologi investor ritel diterjemahkan menjadi pergerakan pasar yang nyata. Penting untuk digarisbawahi bahwa dalam mekanisme pasar, sentimen publik maupun minat pencarian investor hanyalah berupa akumulasi informasi atau 'angka di atas kertas' yang tidak memiliki kekuatan intrinsik untuk mengubah harga secara langsung. Pergerakan volatilitas baru akan terwujud apabila sentimen tersebut terkonversi menjadi tindakan ekonomi riil di bursa, yang tercermin melalui lonjakan Volume Perdagangan. Tanpa adanya eksekusi transaksi (volume), sentimen sehebat apa pun tidak akan mampu menggerakkan pasar, sehingga posisi Volume Perdagangan menjadi jembatan krusial dalam memvalidasi apakah psikologi investor benar-benar bertransmisi menjadi risiko pasar (volatilitas).

Gambar 1.2 : Volume Perdagangan Bitcoin Global (2020-2024)



Sumber : CoinMarketCap, Diolah Peneliti (2025)

Grafik Volume Perdagangan Bitcoin Global dari tahun 2020 hingga 2024 memvisualisasikan tingkat aktivitas dan likuiditas di pasar kripto global. Sumbu Y grafik ini merepresentasikan volume dalam satuan Triliun Dolar Amerika Serikat (USD). Terlihat adanya peningkatan volume perdagangan yang signifikan seiring

dengan periode *bull run* pada tahun 2021, yang merupakan fase di mana harga mengalami tren kenaikan substansial (Shiller, 2000). Periode ini didorong oleh sentimen pasar yang optimis, di mana minat investor yang tinggi memicu peningkatan volume perdagangan secara masif. Setelah itu, volume mengalami penurunan pada fase *bear market*, sebuah kondisi di mana harga pasar mengalami tren penurunan yang signifikan dan berkelanjutan (Urquhart, 2018). Penurunan volume ini mencerminkan sikap investor yang lebih hati-hati dan menghindari pasar. Namun, sebuah lonjakan volume yang sangat mencolok terjadi di akhir tahun 2022 hingga awal tahun 2023, yang bertepatan dengan peristiwa besar seperti keruntuhan bursa FTX. Peristiwa ini memicu aktivitas jual beli yang intensif, yang pada akhirnya mengakibatkan volatilitas ekstrem. Fluktuasi volume ini merupakan indikator penting dari partisipasi investor dan dinamika penawaran-permintaan, yang seringkali berkorelasi erat dengan pergerakan harga dan sentimen pasar Bitcoin secara keseluruhan.

Terakhir, integrasi variabel Kurs IDR/USD sebagai moderator dimaksudkan untuk memberikan dimensi praktis bagi investor domestik. Sebagai aset yang didenominasi dalam USD, Bitcoin bagi investor Indonesia memiliki risiko ganda (*double volatility*). Dengan memasukkan variabel kurs, penelitian ini tidak hanya melihat pergerakan pasar dari sudut pandang global, tetapi juga menguji bagaimana faktor moneter lokal diduga berpotensi memoderasi keputusan investasi dan volume perdagangan di pasar domestik.

Urgensi penggunaan variabel kurs ini diperkuat oleh berbagai studi di negara berkembang lainnya yang memiliki karakteristik pasar serupa. Sebagai perbandingan, penelitian di China oleh Ahelegbe et al. (2021) menunjukkan bagaimana nilai tukar dan pengumuman regulasi domestik sangat memengaruhi transmisi sentimen ke pasar kripto. Fenomena serupa ditemukan di Turki, di mana Demir et al. (2020) mengamati bahwa pelemahan mata uang lokal (Lira) terhadap Dolar AS justru mendorong masyarakat menggunakan Bitcoin sebagai alat lindung nilai (*hedging*), yang secara langsung mengubah volume transaksi secara masif. Selain itu, Bouri et al. (2017) dalam studinya di India menemukan bahwa

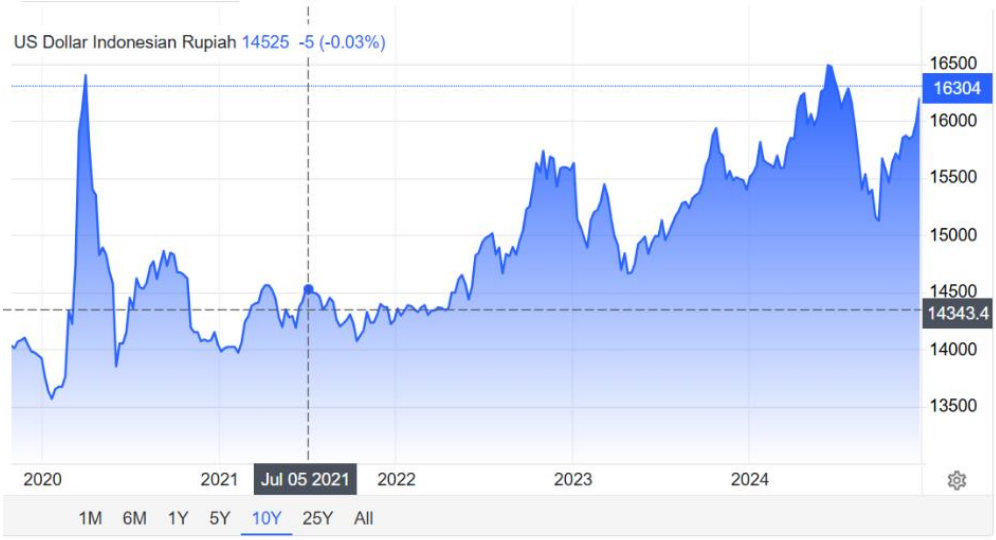
pergerakan mata uang nasional (*Rupee*) memiliki interaksi yang kompleks dengan volatilitas Bitcoin, di mana kurs bertindak sebagai indikator risiko eksternal bagi investor ritel.

Mengacu pada studi lintas negara tersebut, Kurs Rupiah terhadap Dolar AS (IDR/USD) dalam penelitian ini diasumsikan dapat bertindak sebagai *entry barrier* atau faktor penyesuai biaya transaksi bagi investor di Indonesia. Logika di baliknya adalah bahwa sentimen positif global mungkin tidak selalu diterjemahkan secara proporsional menjadi peningkatan aktivitas transaksi (volume) di pasar lokal jika terhambat oleh pelemahan nilai tukar yang ekstrem. Penempatan variabel moderasi ini memungkinkan penelitian untuk menguji secara empiris sejauh mana kondisi makroekonomi domestik mampu memperkuat atau justru meredam dinamika pasar kripto global di tingkat nasional(Obstfeld & Rogoff, 1995).

Kurs Rupiah terhadap Dolar AS (IDR/USD) diintegrasikan sebagai variabel moderasi untuk memberikan dimensi makroekonomi domestik pada penelitian ini. Pemilihan variabel ini didasarkan pada argumen bahwa Bitcoin merupakan aset yang didenominasi dalam Dolar AS (USD), sehingga bagi investor di Indonesia, pergerakan nilai tukar Rupiah bertindak sebagai *entry barrier* atau biaya transaksi tambahan. Logika di baliknya adalah bahwa sentimen positif dan minat tinggi dari investor ritel domestik tidak selalu diterjemahkan secara proporsional menjadi peningkatan aktivitas transaksi (volume)**.** Ketika Rupiah melemah signifikan, biaya perolehan aset menjadi lebih mahal, yang pada gilirannya dapat memitigasi atau memperlemah pengaruh sentimen global terhadap intensitas perdagangan di pasar lokal. Sebaliknya, penguatan Rupiah dapat bertindak sebagai stimulus yang memperkuat transmisi sentimen menjadi volume perdagangan yang lebih masif. Misalnya, ketika Rupiah melemah (depresiasi) secara signifikan terhadap Dolar AS, sentimen positif dan minat investor ritel mungkin akan terhambat untuk berujung pada pembelian riil, karena biaya investasi menjadi lebih mahal. Sebaliknya, penguatan Rupiah dapat mendorong sentimen positif dan minat beli investor, yang pada gilirannya akan meningkatkan volume perdagangan. Dengan demikian, kurs IDR/USD berfungsi sebagai faktor eksternal yang memperkuat atau memperlemah

pengaruh Sentimen Pasar Kripto dan Minat Investor Ritel terhadap Volume Perdagangan. Integrasi variabel ini memungkinkan penelitian untuk menguji bagaimana kondisi makroekonomi domestik memoderasi dinamika pasar kripto dari tahap psikologi investor hingga ke tahap transaksi (Obstfeld & Rogoff, 1995; Hayes, 2013).

Gambar 1.3 : Pergerakan Kurs US Dollar (USD) terhadap Rupiah Indonesia (IDR) Periode 2020-2024

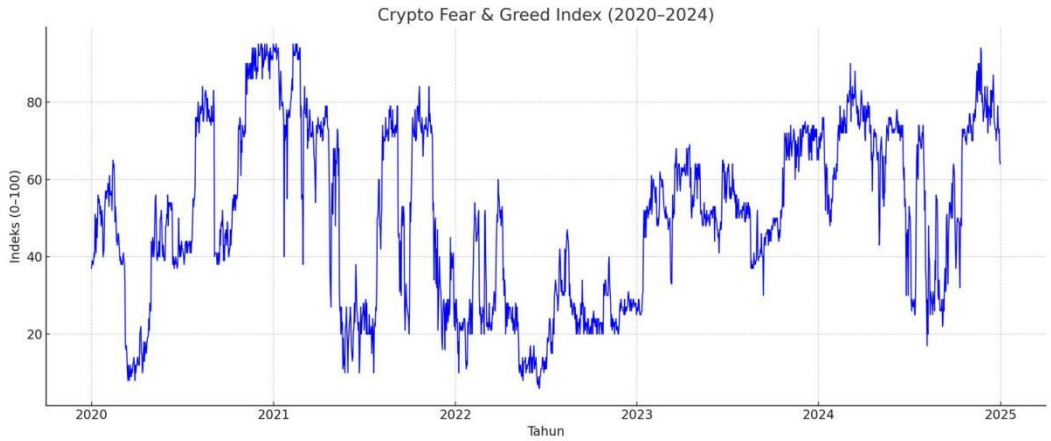


Sumber **:** Trading Economics

Sebagai kesimpulan dari grafik pergerakan kurs USD/IDR yang telah disajikan, terlihat bahwa periode antara awal 2020 hingga pertengahan 2024 dipenuhi oleh fluktuasi nilai tukar yang signifikan. Rupiah sempat melemah tajam mendekati Rp 16.500 per USD pada awal pandemi COVID-19 di tahun 2020, sebelum kemudian relatif stabil di rentang Rp 14.300 - Rp 14.500 per USD sepanjang tahun 2021 hingga awal 2022. Namun, sejak pertengahan 2022 hingga tahun 2024, Rupiah kembali berada dalam tekanan pelemahan yang menyebabkan nilai tukarnya mencapai puncak sekitar Rp 16.300 per USD, terutama karena pengaruh kebijakan suku bunga The Fed dan dinamika ekonomi global. Dalam konteks pasar Indonesia, dinamika kurs Rupiah terhadap Dolar AS (IDR/USD) memberikan gambaran tambahan, di mana fluktuasinya dapat memengaruhi keputusan investasi aset kripto yang didenominasi dolar bagi investor domestik.

Pergerakan kurs yang memengaruhi nilai aset kripto ini seringkali memicu sentimen pasar yang ekstrem, yang dapat diamati dengan jelas melalui indeks seperti *Fear & Greed Index*. Indeks ini menunjukkan bahwa periode *extreme greed* kondisi di mana investor menjadi terlalu optimis dan euphoria sering mendahului fase koreksi harga yang signifikan. Sebaliknya, *extreme fear* kondisi yang ditandai dengan ketakutan dan kepanikan investor dapat menandakan potensi pembalikan tren harga (Alternative.me, 2023). Fluktuasi sentimen ini merupakan indikator penting dari psikologi investor dan dinamika penawaran-permintaan, yang seringkali berkorelasi erat dengan pergerakan harga Bitcoin secara keseluruhan.

Gambar 1.4 : Crypto Fear & Greed Index (2020-2024)

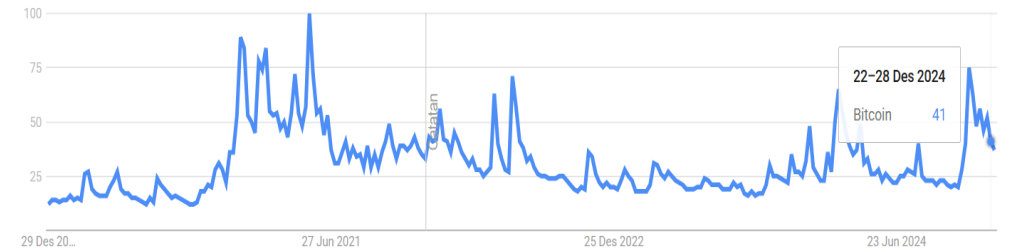


Sumber : Alternative.me (Crypto Fear & Greed Index), Diolah Peneliti

Grafik Crypto Fear & Greed Index di atas secara jelas memvisualisasikan dinamika sentimen investor di pasar kripto dari tahun 2020 hingga 2024. Terlihat bahwa sentimen pasar seringkali berfluktuasi ekstrem antara zona *"Fear"* (Ketakutan) dan *"Greed"* (Keserakahan), mencerminkan sifat pasar kripto yang sangat emosional dan reaktif terhadap berbagai peristiwa. Periode *"Extreme Fear"* umumnya bertepatan dengan fase penurunan harga atau koreksi pasar yang signifikan, sementara lonjakan ke zona *"Greed"* atau *"Extreme Greed"* seringkali terjadi selama periode kenaikan harga yang kuat atau *bull run*. Pola ini menggarisbawahi bagaimana psikologi investor berperan penting dalam pergerakan harga aset digital.

Selain itu, minat investor ritel juga menunjukkan pola yang menarik. Lonjakan volume pencarian kata kunci "Bitcoin" di Google Trends seringkali mendahului atau bersamaan dengan kenaikan harga yang signifikan, mengindikasikan masuknya investor baru ke pasar (Google Trends, 2023). Fenomena ini umumnya diikuti oleh peningkatan drastis pada volume perdagangan, memperkuat pergerakan harga. Berbagai data dan tren ini secara kolektif memperkuat urgensi penelitian untuk menguji hubungan kausal antarvariabel tersebut.

Gambar 1.5 : Minat Pencarian Google (Google Trends) untuk 'Bitcoin' Secara Global (Periode 2020-2024)



Sumber: Google Trends

Grafik Minat Pencarian Google untuk kata kunci "Bitcoin" secara global dari tahun 2020 hingga 2024 menunjukkan fluktuasi yang signifikan, mencerminkan perubahan minat publik terhadap aset kripto ini. Terlihat adanya dua puncak minat pencarian yang menonjol, yaitu pada pertengahan 2021 dan awal 2024, yang kemungkinan besar bertepatan dengan periode kenaikan harga Bitcoin yang substansial atau peristiwa penting di pasar kripto. Di luar puncak-puncak tersebut, minat pencarian cenderung stabil pada level yang lebih rendah, namun tetap menunjukkan adanya perhatian yang berkelanjutan terhadap Bitcoin di kalangan pengguna internet global.

Penelitian ini memilih Bitcoin sebagai objek penelitian utama karena Bitcoin merupakan aset kripto dengan kapitalisasi pasar terbesar dan memiliki pengaruh dominan terhadap dinamika pasar kripto secara keseluruhan. Aset ini juga menjadi

pintu gerbang utama bagi sebagian besar investor yang baru memasuki ekosistem kripto, baik ritel maupun institusional. Meskipun pasar kripto beroperasi secara global tanpa batasan geografis fisik yang spesifik, penelitian ini mengambil fokus pada data global namun dengan relevansi khusus bagi konteks investor di Indonesia, yang ditunjukkan melalui inklusi variabel kurs Rupiah terhadap Dolar AS. Hal ini memungkinkan analisis bagaimana faktor-faktor pendorong global dimoderasi oleh kondisi makroekonomi domestik. Dengan demikian, objek dan tempat penelitian mencakup pasar global yang transparan dan dapat diakses, dengan pertimbangan khusus terhadap implikasi bagi pelaku pasar di Indonesia.

Perkembangan pasar kripto dan dampaknya terhadap investor telah menjadi topik hangat dalam berbagai pemberitaan dan diskusi publik. Berdasarkan laporan terkini dari media keuangan terkemuka seperti CNBC Indonesia dan Databoks, serta analisis dari platform investasi seperti Bareksa, jika dibandingkan dengan investor saham tercatat peningkatan minat investasi kripto di Indonesia yang signifikan, terutama di kalangan investor muda (CNBC Indonesia, 2023; Databoks, 2024).

Gambar 1.6 : Perbandingan Pertumbuhan Jumlah Investor Saham dan Kripto di Indonesia (2020-2024)



Sumber: Data diolah dari Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI), Bursa Efek Indonesia (BEI), dan Badan Pengawas Perdagangan Berjangka Komoditi (Bappebti) melalui laporan terkait dari CNBC Indonesia, Databoks, Bareksa, dan Kementerian Keuangan.

Dari grafik tersebut, terlihat bahwa meskipun pasar modal konvensional terus bertumbuh, laju peningkatan investor aset kripto jauh lebih agresif, bahkan berhasil melampaui jumlah investor saham dalam beberapa tahun terakhir. Meskipun demikian, kekhawatiran akan volatilitas ekstrem dan potensi kerugian dari kripto juga sering disorot, terutama setelah kejadian pasar bearish pada tahun 2022. Secara teoretis, periode *bearish* adalah kondisi pasar yang ditandai dengan tren penurunan harga yang signifikan dan berkelanjutan, biasanya lebih dari 20%, yang didorong oleh sentimen pesimis dan aksi jual masif (Urquhart, 2018).

Fenomena ini didukung oleh temuan empiris bahwa sentimen pasar yang cepat berubah, seringkali dipicu oleh berita makroekonomi global atau *tweet* dari figur berpengaruh, memiliki efek langsung terhadap keputusan investasi. Hal ini konsisten dengan penelitian yang menunjukkan bahwa volume partisipasi dan aktivitas pencarian oleh investor ritel memiliki pengaruh signifikan terhadap pergerakan pasar, khususnya di pasar kripto yang didominasi oleh partisipan individu (Urquhart, 2018; Kim et al., 2020). Selain itu, dinamika kurs Rupiah juga menjadi pertimbangan penting bagi investor lokal dalam melakukan diversifikasi portofolio ke aset digital global ini.

Permasalahan volatilitas ekstrem di pasar kripto dan pengaruh faktor-faktor non-fundamental memiliki implikasi teoritis yang mendalam, terutama bagi asumsi Efisiensi Pasar (EMH) yang menyatakan bahwa harga aset merefleksikan semua informasi yang tersedia secara rasional (Fama, 1970). Volatilitas yang tidak selalu dapat dijelaskan oleh fundamental, serta peran sentimen dan minat ritel, menunjukkan bahwa pasar kripto mungkin belum sepenuhnya efisien, atau setidaknya berada dalam bentuk efisiensi yang lemah atau semi-kuat (Fama, 1970; Baur et al., 2018). Fenomena ini membuka ruang bagi teori Keuangan Perilaku (Behavioral Finance) yang menyoroti peran bias kognitif dan emosi investor dalam membentuk harga pasar, yang dapat memicu *overreaction* atau *underreaction* terhadap informasi (Shiller, 2000).

Berbagai penelitian telah mengkaji faktor-faktor yang memengaruhi volatilitas harga aset kripto. Misalnya, penelitian oleh Cheah dan Fry (2015) serta Urquhart

(2018) menemukan bahwa minat investor ritel, yang diukur melalui volume pencarian Google Trends, memiliki hubungan signifikan dengan pergerakan harga Bitcoin. Demikian pula, studi oleh Kim et al. (2020) dan Da et al. (2011) menunjukkan bahwa sentimen pasar memainkan peran krusial dalam memprediksi volatilitas aset digital. Dalam konteks volume perdagangan, Lo dan Wang (2000) telah mengidentifikasi bagaimana volume dapat memediasi hubungan antara informasi dan volatilitas harga. Namun, masih terdapat keragaman temuan, di mana beberapa penelitian menunjukkan hubungan yang kuat sementara yang lain menemukan pengaruh yang lebih terbatas, menciptakan ruang untuk eksplorasi lebih lanjut.

Meskipun penelitian terdahulu telah mengidentifikasi pengaruh sentimen pasar dan minat investor ritel terhadap volatilitas aset kripto, terdapat kesenjangan penelitian (*research gap*) yang perlu diisi. Hal ini ditunjukkan dengan masih sedikitnya penelitian yang secara eksplisit menguji peran mediasi dari volume perdagangan dalam hubungan antara sentimen/minat ritel dan volatilitas harga aset kripto secara komprehensif. Pentingnya posisi Volume Perdagangan sebagai mediator didasarkan pada *'Sequential Information Arrival Hypothesis'*. Secara teoritis, sentimen (Fear & Greed) tidak akan langsung memicu volatilitas harga tanpa adanya transmisi berupa eksekusi transaksi yang nyata. Oleh karena itu, volume menjadi jembatan krusial untuk membuktikan apakah psikologi investor benar-benar terkonversi menjadi pergerakan harga (Heryán, n.d.). Penelitian ini juga merupakan penelitian yang mengintegrasikan faktor makroekonomi lokal, seperti kurs mata uang domestik (Rupiah), sebagai variabel moderasi dalam konteks pasar kripto global yang mana ini masih sangat terbatas, terutama untuk investor di Indonesia. Penelitian yang ada cenderung fokus pada dampak langsung kurs atau variabel makro lainnya, namun belum banyak yang menguji bagaimana kurs dapat mengubah kekuatan hubungan antar variabel internal pasar kripto. Bagi investor domestik, Bitcoin memiliki 'double volatility' karena didenominasi dalam USD. Kurs IDR/USD diposisikan sebagai moderator untuk menguji apakah pelemahan Rupiah bertindak sebagai 'entry barrier' yang meredam pengaruh sentimen global, atau justru memperkuat kepanikan pasar di tingkat local (Palazzi et al., 2021).

Kesenjangan dan perbedaan hasil pada penelitian sebelumnya terkait pengaruh variabel-variabel ini juga menunjukkan perlunya studi lebih lanjut dengan model yang lebih holistik.

Dalam penelitian sebelumnya, variabel independen seperti Sentimen Pasar Kripto telah diteliti menggunakan berbagai proksi, seperti sentimen dari media sosial (Twitter, Reddit), berita keuangan, atau indeks sentimen khusus kripto seperti *Fear & Greed Index* (Kim et al., 2020; Al-Yahyaee et al., 2020). Hasilnya beragam, namun mayoritas menunjukkan bahwa sentimen positif berkorelasi dengan kenaikan harga dan volatilitas. Sementara itu, Minat Investor Ritel seringkali diukur menggunakan volume pencarian kata kunci relevan di Google Trends atau jumlah pengguna aktif di platform *exchange* kripto (Urquhart, 2018; Cheah & Fry, 2015). Studi-studi ini umumnya menemukan bahwa peningkatan minat ritel dapat memicu skema *pump-and-dump* atau mempercepat pergerakan harga.

Skema *pump-and-dump* adalah bentuk manipulasi pasar yang sering terjadi di pasar kripto. Skema ini melibatkan dua fase utama yakni fase *'pump'* di mana pelaku pasar secara artifisial menaikkan harga suatu aset dengan pembelian masif, diikuti oleh fase *'dump'* di mana mereka menjual seluruh asetnya sehingga harga anjlok drastis. Penelitian menunjukkan bahwa skema ini seringkali dapat dipicu oleh peningkatan minat investor ritel, yang menjadi sasaran empuk karena kurangnya pengalaman mereka (Urquhart, 2018).

Hal ini menunjukkan peran signifikan investor individu dalam dinamika pasar kripto. Namun, interaksi dan jalur pengaruh dari kedua variabel ini, khususnya melalui mediasi volume perdagangan dan moderasi kurs Rupiah, belum sepenuhnya dieksplorasi secara mendalam.

Urgensi dari penelitian ini terletak pada pentingnya pemahaman yang lebih mendalam mengenai dinamika volatilitas harga Bitcoin. Bagi investor kripto, baik yang sudah berpengalaman maupun yang akan menjadi bagian dari pasar ini, pemahaman ini krusial untuk pengambilan keputusan investasi yang lebih informasional dan manajemen risiko yang efektif di pasar aset digital yang sangat

fluktuatif. Dengan mengetahui bagaimana sentimen pasar dan minat investor ritel memengaruhi volatilitas melalui volume perdagangan, serta bagaimana kurs Rupiah memoderasi hubungan tersebut, investor di Indonesia dapat mengembangkan strategi yang lebih adaptif. Informasi dari penelitian ini diharapkan dapat membekali mereka dengan wawasan yang lebih baik dalam mengantisipasi pergerakan harga dan mengelola portofolio aset kripto mereka secara lebih bijaksana, sehingga penelitian ini memiliki relevansi teoritis dan praktis yang tinggi bagi kepentingan individual investor.

Secara teoritis, penelitian ini menggabungkan paradigma *Efficient Market Hypothesis* (EMH) dan *Behavioral Finance* untuk membedah apakah anomali volatilitas Bitcoin dipicu oleh bias kognitif ataukah merupakan respons rasional terhadap arus informasi. Dengan model mediasi-moderasi yang diusulkan, penelitian ini diharapkan mampu memberikan kontribusi ilmiah yang komprehensif baik secara teoritis bagi pengembangan ilmu keuangan digital, maupun secara praktis bagi manajemen risiko investor di Indonesia.

Berdasarkan uraian komprehensif mengenai transformasi digital, karakteristik unik pasar aset kripto, observasi data di lapangan, serta identifikasi kesenjangan penelitian yang ada, menjadi jelas bahwa volatilitas harga Bitcoin merupakan fenomena kompleks yang dipengaruhi oleh berbagai faktor. Sentimen pasar dan minat investor ritel adalah pendorong penting, dengan volume perdagangan berpotensi sebagai mediator, sementara kurs Rupiah terhadap Dolar AS memberikan nuansa moderasi yang relevan bagi investor di Indonesia.

Penelitian ini menetapkan periode pengamatan selama lima tahun, yakni 2020 hingga 2024, yang menghasilkan total 1.827 observasi harian. Rentang waktu ini dinilai sangat unik dan komprehensif karena mencakup berbagai peristiwa fundamental besar dalam sejarah aset kripto, mulai dari guncangan ekonomi akibat pandemi COVID-19, siklus *halving* Bitcoin, hingga fase maturitas pasar yang ditandai dengan persetujuan ETF Bitcoin Spot oleh regulator global di awal tahun 2024. Kedalaman data ini memungkinkan analisis yang lebih presisi dalam menangkap perilaku pasar di berbagai kondisi tren (*bullish, bearish, dan sideways*).

Kesenjangan dalam literatur, khususnya terkait peran mediasi dan moderasi kurs mata uang lokal, menggarisbawahi perlunya studi mendalam yang holistik. Oleh karena itu, penelitian ini mengusung judul: **" PENGARUH SENTIMEN PASAR KRIPTO DAN MINAT INVESTOR RITEL TERHADAP VOLATILITAS HARGA: PERAN MEDIASI VOLUME PERDAGANGAN DAN MODERASI KURS RUPIAH TERHADAP DOLAR AS (Penelitian Aset Kripto Bitcoin Periode 2020 – 2024)".**

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang penelitian yang telah diuraikan, beberapa permasalahan utama yang mendorong dilakukannya penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

1. Bagaimana pengaruh Sentimen Pasar Kripto terhadap Volume Perdagangan Bitcoin?
2. Bagaimana pengaruh Minat Investor Ritel terhadap Volume Perdagangan Bitcoin?
3. Bagaimana pengaruh Sentimen Pasar Kripto terhadap Volatilitas Harga Bitcoin?
4. Bagaimana pengaruh Minat Investor Ritel terhadap Volatilitas Harga Bitcoin?
5. Bagaimana pengaruh Volume Perdagangan terhadap Volatilitas Harga Bitcoin?
6. Apakah Volume Perdagangan memediasi pengaruh Sentimen Pasar Kripto terhadap Volatilitas Harga Bitcoin?
7. Apakah Volume Perdagangan memediasi pengaruh Minat Investor Ritel terhadap Volatilitas Harga Bitcoin?
8. Apakah Kurs Rupiah terhadap Dollar AS memoderasi pengaruh Sentimen Pasar Kripto terhadap Volume Perdagangan Bitcoin?
9. Bagaimana pengaruh Kurs Rupiah terhadap Dollar AS memoderasi pengaruh Minat Investor Ritel terhadap Volume Perdagangan Bitcoin?

1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan dari penelitian ini apabila mengacu pada rumusan masalah adalah untuk mengetahui/mengkaji/menganalisis:

1. Untuk menganalisis pengaruh Sentimen Pasar Kripto terhadap Volume Perdagangan.
2. Untuk menganalisis pengaruh Minat Investor Ritel terhadap Volume Perdagangan.
3. Untuk menganalisis pengaruh Sentimen Pasar Kripto terhadap Volatilitas Harga Bitcoin.
4. Untuk menganalisis pengaruh Minat Investor Ritel terhadap Volatilitas Harga Bitcoin.
5. Untuk menganalisis pengaruh Volume Perdagangan terhadap Volatilitas Harga Bitcoin.
6. Untuk menguji apakah Volume Perdagangan memediasi pengaruh Sentimen Pasar Kripto terhadap Volatilitas Harga Bitcoin.
7. Untuk menguji apakah Volume Perdagangan memediasi pengaruh Minat Investor Ritel terhadap Volatilitas Harga Bitcoin.
8. Untuk menguji apakah Kurs IDR/USD memoderasi pengaruh Sentimen Pasar Kripto terhadap Volume Perdagangan.
9. Untuk menguji apakah Kurs IDR/USD memoderasi pengaruh Minat Investor Ritel terhadap Volume Perdagangan.

1.4 Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi dan manfaat, baik secara teoritis maupun praktis, sebagai berikut:

1.4.1 Manfaat Teoritis

Secara teoritis, penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi signifikan terhadap pengembangan literatur di bidang keuangan, khususnya dalam tiga aspek utama:

1. Pengembangan *Behavioral Finance*

   Penelitian ini memperluas cakrawala keuangan keperilakuan dengan memberikan bukti empiris mengenai bagaimana psikologi massa yang direpresentasikan melalui Sentimen Pasar dan Minat Ritel mampu memicu volatilitas pada aset kripto sebagai instrumen investasi baru.

2. Penguatan Teori Mikrostruktur Pasar

   Studi ini memperkuat teori mikrostruktur pasar dengan menguji peran Volume Perdagangan sebagai saluran transmisi atau variabel mediasi yang mengubah niat spekulatif investor menjadi tindakan perdagangan nyata yang memengaruhi harga.

3. Integrasi Makroekonomi Internasional

   Penelitian ini menawarkan perspektif baru dengan menguji integrasi antara variabel domestik (Kurs Rupiah) sebagai faktor moderasi. Hal ini memberikan pemahaman yang lebih holistik mengenai apakah kondisi ekonomi makro lokal memiliki kekuatan untuk memperkuat atau meredam (*buffer*) transmisi sentimen global ke pasar domestik.

1.4.2 Manfaat Praktis

Secara praktis, penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi nyata bagi berbagai pemangku kepentingan sebagai berikut:

1. Bagi Investor dan Calon Investor Kripto

   Penelitian ini memberikan kerangka berpikir yang lebih objektif dalam menghadapi volatilitas ekstrem Bitcoin. Investor dapat menyadari bahwa lonjakan sentimen atau pencarian internet merupakan sinyal awal risiko yang akan ditransmisikan melalui volume perdagangan. Selain itu, pemahaman mengenai potensi moderasi Kurs Rupiah membantu investor domestik untuk mempertimbangkan stabilitas mata uang lokal dalam pengambilan keputusan investasi.

2. Bagi Regulator (Bappebti dan Otoritas Terkait)

   Hasil penelitian ini dapat menjadi referensi dalam menyusun kebijakan perlindungan investor ritel di Indonesia. Dengan terbuktinya pengaruh minat ritel terhadap volatilitas, regulator dapat memperkuat pengawasan terhadap potensi anomali pasar serta menyusun materi edukasi keuangan yang lebih relevan mengenai kaitan antara stabilitas makroekonomi domestik dengan pasar aset digital.

3. Bagi Lembaga Keuangan dan Manajer Investasi

   Penelitian ini menyediakan data empiris mengenai interaksi antarvariabel pasar yang dapat digunakan untuk pengembangan instrumen manajemen risiko. Integrasi variabel kurs dalam model ini memberikan wawasan tambahan dalam mengantisipasi fluktuasi harga Bitcoin yang dipengaruhi oleh dinamika nilai tukar Rupiah terhadap Dolar AS.

4. Bagi Peneliti Selanjutnya

   Penelitian ini dapat menjadi referensi dan pijakan awal untuk studi lanjutan mengenai ekosistem aset digital. Model analisis jalur yang mengombinasikan faktor psikologis, aktivitas pasar (volume), dan variabel makroekonomi (kurs) diharapkan dapat menginspirasi pengembangan penelitian masa depan dengan cakupan aset yang lebih luas.