

ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI TERBENTUKNYA *CRYPTOCURRENCY MARKET BUBBLE*: STUDI KASUS PADA *BITCOIN*

Refiona Meriarti Priarum^{1*}, Tyas Danarti Hascaryani²

Universitas Brawijaya¹²

e-mail: refionameriarti@student.ub.ac.id (*corresponding author*)

ABSTRACT

The bubble market phenomenon in cryptocurrency, especially Bitcoin, has become a serious concern in digital investment. This study aims to analyze the effect of volume trading, market capitalization, and sentiment market in the information of the bubble market in Bitcoin. Using the correlational quantitative research method, daily secondary data from January 2021 to May 2021 was analyzed using multiple linear regression models. The result showed that all independent variables, namely volume trading, market capitalization, and sentiment market, have a significant positive influence on the Bitcoin bubble market, both partially and simultaneously. This study reveals that the formation of a Bitcoin bubble market occurs through a complex interaction of the three factors, where a surge in volume trading acts as an initial trigger, supported by an increase in market capitalization that gives the illusion of stability, and reinforced by optimistic sentiment market that encourages speculative behavior of investors without considering fundamental analysis. These findings provide a deeper understanding of the dynamics of bubble market formation in Bitcoin and can be taken into consideration by investors in making investment decisions.

Keywords: *Bitcoin; bubble market; volume trading; capital market; sentiment market.*

ABSTRAK

Fenomena *bubble market* pada *cryptocurrency*, khususnya *Bitcoin*, telah menjadi perhatian serius dalam dunia investasi digital. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh volume trading, kapitalisasi pasar dan sentiment pasar terhadap terbentuknya *bubble market* pada *Bitcoin*. Dengan menggunakan metode penelitian kuantitatif korelasional, data sekunder harian dari Januari 2021 hingga Mei 2021 dianalisis menggunakan model regresi linier berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa seluruh variabel independen yaitu volume trading, kapitalisasi pasar dan sentiment pasar memiliki pengaruh positif signifikan terhadap pembentukan *bubble market* pada *Bitcoin*, baik secara parsial maupun simultan. Penelitian ini mengungkapkan bahwa pembentukan *bubble market* pada *Bitcoin* terjadi melalui interaksi kompleks ketiga faktor tersebut, di mana lonjakan volume perdagangan berperan sebagai pemicu awal, didukung oleh peningkatan kapitalisasi pasar yang memberikan ilusi stabilitas, serta diperkuat oleh sentimen pasar yang optimis yang mendorong perilaku spekulatif investor tanpa mempertimbangkan analisa fundamental. Temuan ini memberikan pemahaman yang

lebih mendalam tentang dinamika pembentukan *bubble market* pada *Bitcoin* dan dapat menjadi pertimbangan bagi investor dalam mengambil keputusan investasi.

Kata Kunci: *Bitcoin*; *bubble market*; volume perdagangan; kapitalisasi pasar; sentimen pasar.

1. PENDAHULUAN

Perkembangan teknologi informasi dan internet telah membawa perubahan signifikan dalam berbagai aspek kehidupan manusia, termasuk dalam bidang komunikasi, ekonomi, pendidikan dan layanan publik. Berdasarkan laporan *We Are Social*, jumlah pengguna internet secara global pada awal tahun 2025 mencapai lebih dari 5,64 miliar. Hal ini mencerminkan peran krusial teknologi dalam membentuk pola interaksi dan aktivitas dalam masyarakat. Salah satu aspek yang paling terdampak dengan hadirnya teknologi digital adalah sistem keuangan, yang semakin efisien dan inklusif. Inovasi-inovasi baru memungkinkan transaksi keuangan dilakukan lebih cepat, mudah, dan aman termaksud dalam hal investasi. Transformasi ini membuka peluang besar, namun juga menuntut adaptasi baik dari lembaga maupun individu dalam memahami dinamika baru yang muncul di era digital (Thompson, 2025).

Salah satu inovasi dalam sistem keuangan digital yang menarik perhatian global adalah *cryptocurrency*, mata uang digital yang beroperasi menggunakan teknologi *blockchain*. Teknologi ini menawarkan keamanan dan transparansi tinggi dalam setiap transaksi, sehingga memberikan kepercayaan yang tinggi kepada penggunanya. Dari berbagai jenis *cryptocurrency* yang ada, *Bitcoin* menjadi pelopor pasar sekaligus menjadi yang paling populer dengan kapitalisasi pasar terbesar. Popularitas *Bitcoin* tidak hanya menjadi simbol keberhasilan *cryptocurrency*, tetapi juga memicu diskusi global tentang dampaknya terhadap sistem keuangan tradisional dan masa depan investasi.

Cryptocurrency pertama yang diperkenalkan adalah *Bitcoin* pada tahun 2009 oleh individu yang memiliki nama samaran Satoshi Nakamoto. Sebagai pelopor, *Bitcoin* menjadi mata uang yang paling dikenal dan mendominasi pasar mata uang kripto. *Bitcoin* beroperasi melalui jaringan terdesentralisasi, di mana transaksi dilakukan secara *peer-to-peer* tanpa perantara seperti bank. Seluruh catatan transaksi *Bitcoin* disimpan secara permanen dalam *blockchain*, yaitu sebuah buku besar digital yang transparan dan tersebar secara publik (Spinkelink, 2018.).

Sejak pertama kali diluncurkan, *Bitcoin* telah menunjukkan pertumbuhan nilai yang luar biasa hingga menjadikannya pusat perhatian dalam dunia investasi. Dari harga awal yang hanya beberapa sen dolar AS, *Bitcoin* berhasil mencapai puncak nilai hampir \$61.000 per koin pada Oktober 2021. Pertumbuhan yang eksponensial ini tidak hanya menarik minat individu, tetapi juga institusi keuangan tradisional yang mulai melihat potensi aset digital sebagai bentuk investasi baru. Namun, volatilitas harga yang tinggi juga menciptakan peluang besar sekaligus risiko yang harus diperhatikan oleh para investor (CoinGecko, 2023).

Di balik fenomena tersebut, *Bitcoin* memiliki nilai fundamental yang membuatnya lebih dari sekadar aset spekulatif. Nilai fundamental *Bitcoin* tidak direfleksikan dalam arti tradisional seperti aset fisik dan operasional bisnis perusahaan. Melainkan, nilai fundamental *Bitcoin* ini terletak pada teknologi yang mendasarinya. Salah satu aspek utama dari nilai

fundamental *Bitcoin* adalah penerapan teknologi desentralisasi. *Bitcoin* merupakan teknologi yang unik karena jaringannya tidak dikendalikan oleh satu entitas seperti perusahaan, pemerintah ataupun institusi tertentu. Namun, jaringan *Bitcoin* ini dikelola oleh ribuan pihak independen di seluruh dunia. Di mana seluruh pihak memiliki kepentingan untuk menjaga ekosistem *Bitcoin* agar tetap independen dan desentral. Oleh karena itu, jaringan *Bitcoin* memiliki resistensi kuat dari serangan digital, dan tidak dapat dimanipulasi oleh pihak tertentu, karena jaringannya terjaga oleh ribuan *miners* independen di seluruh dunia. Hal ini diperkuat dengan temuan oleh Lin William Cong, dimana nilai fundamental *Bitcoin* juga dipengaruhi oleh utilitasnya sebagai alat penyimpanan nilai, kepercayaan pasar terhadap kelangkaannya yang dibatasi secara algoritmik, serta kestabilan jaringan dalam menjalankan konsensus. Dengan demikian, keberadaan dan ketahanan jaringan *Bitcoin* memberikan kontribusi nyata terhadap nilai fundamentalnya dari perspektif ekonomi digital modern (Chiu & Koepl, 2018; Cong et al., 2020).

Selain itu, *Bitcoin* menggunakan teknologi *blockchain* yang bersifat transparan. Di mana seluruh aktivitas transaksi pada *Bitcoin* dapat diverifikasi oleh siapa saja secara *real-time* dan diperbarui setiap 10 menit. Sifat transparansi inilah yang membuat banyak pihak lebih mempercayai *Bitcoin* jika dibandingkan dengan layanan keuangan lainnya yang sering kali kurang terbuka dan transparan. Banyak pihak melihat keunggulan ini sebagai faktor utama dalam adopsi *Bitcoin* sebagai alternatif sistem keuangan. Di samping itu, keamanan privasi *Bitcoin* juga menjadi salah satu yang menambah nilai fundamentalnya (Riedl et al., 2024).

Di samping itu, *Bitcoin* menerapkan algoritma yang membatasi jumlah totalnya yang hanya 21 juta unit. Aturan ini sudah tertanam dalam algoritma *Bitcoin* dan dijaga keutuhannya oleh ribuan pihak independen. Sehingga tidak dapat diubah oleh siapapun, termasuk oleh pencipta dan pengembangnya. Pembatasan jumlah ini yang menyebabkan *Bitcoin* memiliki nilai kelangkaan yang otomatis membuat nilainya terjaga bahkan akan terus bertumbuh karena bertambahnya permintaan *Bitcoin* dari seluruh dunia namun jumlah *supply*-nya terbatas. Keunggulan teknologi yang meliputi desentralisasi, transparansi dan kelangkaan inilah yang menjadi dasar dari nilai fundamental *Bitcoin* sehingga digunakan menjadi alat tukar dan aset digital paling populer.

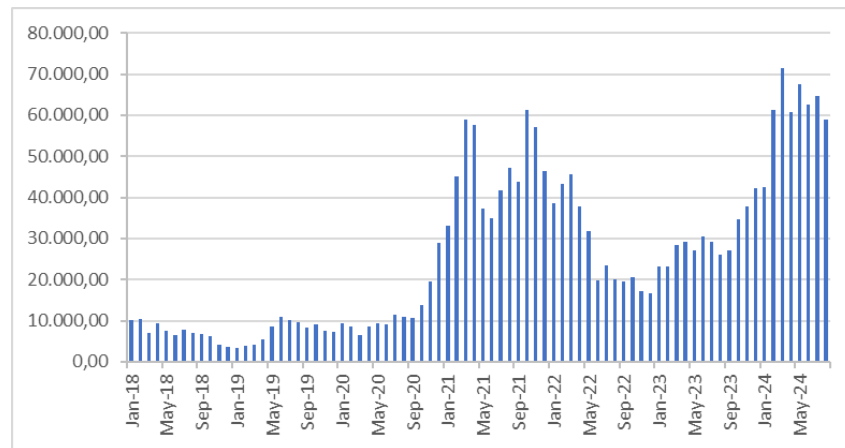
Di balik keberhasilan *Bitcoin* sebagai aset digital paling populer, muncul kekhawatiran tentang kemungkinan terjadi terbentuknya *bubble market* pada pasar *cryptocurrency*. *Bubble market* merujuk pada situasi di mana harga aset mengalami peningkatan secara terus menerus jauh melampaui nilai intrinsiknya akibat spekulasi berlebihan dan ekspektasi yang tidak realistis. Ketika *bubble* ini pecah, harga aset akan jatuh secara drastis dan membawa kerugian yang besar bagi investor. Fenomena ini menjadi perhatian para ekonom dan analis pasar, terutama mengingat volatilitas yang kerap terjadi di pasar *Bitcoin*. Namun, hingga kini masih terdapat inkonsistensi hasil dalam penelitian-penelitian sebelumnya terkait faktor-faktor penyebab terbentuknya *bubble market* pada *Bitcoin*, terutama dalam menguji pengaruh simultan antara volume perdagangan, kapitalisasi pasar dan sentimen pasar. Sebagian studi hanya meneliti satu atau dua variabel secara terpisah, sehingga belum mampu memberikan gambaran utuh mengenai dinamika terbentuknya *bubble market* pada *Bitcoin*. (Kindleberger et al., 2023).

Beberapa teori mencoba menjelaskan mekanisme terbentuknya *bubble market* ini, salah satunya adalah pendekatan harga aset. Dalam teori ini, aset dipandang sebagai instrumen

investasi yang mampu menghasilkan keuntungan besar, sehingga memicu optimisme berlebihan di kalangan investor. Sentimen pasar ini meningkatkan permintaan yang mendorong harga melampaui nilai intrinsiknya. Ketika kepercayaan mulai goyah atau terjadi perubahan kondisi pasar, maka *bubble* ini berisiko pecah yang dapat mengguncang pasar secara signifikan. Namun, sebagian besar teori ini masih bersifat konseptual dan belum sepenuhnya mampu menangkap dinamika spesifik pada pasar *cryptocurrency* yang sangat volatil dan dipengaruhi oleh faktor non-fundamental seperti sentimen pasar. Oleh karena itu, penelitian ini bertujuan untuk mengisi celah tersebut dengan menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi terbentuknya *market bubble* dalam aset kripto, khususnya *Bitcoin*. (Cossiga, 2020).

Teori lainnya mencoba menjelaskan bahwa ada keterkaitan yang signifikan antara *bubble market* dengan volatilitas harga. *Bubble market* sering ditandai dengan periode volatilitas yang tinggi, terutama selama fase puncak *bubble*. Volatilitas tinggi ini tercermin dalam perubahan harga yang cepat dan tidak wajar. Selama periode *bubble*, harga aset cenderung menunjukkan perilaku eksposif yang melebihi fundamentalnya, yang pada akhirnya menyebabkan fluktuasi harga yang lebih ekstrem. Dengan demikian, volatilitas tidak hanya menjadi gejala dari terbentuknya *bubble*, namun juga berpotensi sebagai indikator awal atau sinyal peringatan dini atas kemungkinan terjadinya *bubble market* pada *Bitcoin*. Oleh karena itu, penelitian ini menggunakan volatilitas sebagai indikator untuk mengukur keberadaan *bubble* pada *Bitcoin*, yang selanjutnya akan dianalisis bersama dengan tiga variabel lainnya, yaitu volume perdagangan, kapitalisasi pasar, dan sentimen pasar, guna memahami dinamika pembentukan *bubble market* secara lebih komprehensif (Phillips et al., 2015).

Fenomena *bubble market* bukanlah hal baru dalam sejarah ekonomi global dan telah menjadi fokus banyak kajian seiring dengan meningkatnya minat terhadap aset digital seperti *Bitcoin*. Menurut penelitian oleh Tao Li, menunjukkan bahwa *Bitcoin* sangat rentan terhadap perilaku spekulatif yang memperkuat siklus *boom-bust*. Berdasarkan data historis yang ditampilkan di Gambar 3, *Bitcoin* telah mengalami pola serupa sebanyak beberapa kali. Seperti pada Desember 2017, harga *Bitcoin* mencapai puncak sekitar \$20.000 sebelum jatuh lebih dari 80%. Pola serupa terjadi pada tahun 2021, ketika *Bitcoin* mencatat rekor harga baru hampir \$61.000 pada bulan November, hanya untuk mengalami penurunan lebih dari 70% dalam beberapa bulan berikutnya. Siklus ini mencerminkan bagaimana dinamika harga yang ekstrem mampu menciptakan peluang besar sekaligus risiko yang akan dihadapi oleh para investor (CoinMarketCap, 2024; Li et al., 2021)



Gambar 1
Data Lonjakan Harga Bitcoin
 Sumber: CoinMarketCap (2024)

Volatilitas ekstrem pada *Bitcoin* memperkuat argumen bahwa pasar *Bitcoin* memungkinkan sedang mengalami *bubble*. Sebuah studi yang menganalisis dinamika harga *Bitcoin* dari tahun 2013 hingga 2018 menemukan bukti kuat adanya beberapa periode *bubble* selama periode tersebut. Studi ini mengidentifikasi setidaknya terdapat tiga *bubble* yang signifikan. Dengan yang terbesar terjadi pada akhir 2017 hingga awal 2018 awal, ketika harga *Bitcoin* mengalami kenaikan yang tajam diikuti oleh penurunan drastis (Chaim & Laurini, 2019).

Penelitian lainnya yang menggunakan model ekonometrik untuk mendeteksi keberadaan *bubble* pada *Bitcoin* dan *ripple*, salah satu *cryptocurrency* lainnya. Hasilnya menunjukkan bahwa kedua *cryptocurrency* ini memiliki karakteristik *bubble*, dengan pola harga yang meningkat melampaui nilai intrinsiknya. Penelitian ini juga menemukan adanya efek penularan antar *cryptocurrency*. Di mana *bubble* pada suatu aset digital dapat mempengaruhi dinamika harga aset lainnya (Fry & Cheah, 2016).

2. RUMUSAN MASALAH

Pada latar belakang menunjukkan bahwa terdapat risiko *bubble market* pada pasar *Bitcoin* yang mengindikasikan ketidakwajaran dalam pembentukan harga. Beberapa variabel yang diduga memiliki pengaruh terhadap terbentuknya *bubble market* pada *Bitcoin* antara lain, volume perdagangan, kapitalisasi pasar, dan sentimen pasar. Meskipun telah dilakukan sejumlah penelitian, hasil yang diperoleh menunjukkan temuan yang tidak konsisten. Seperti, studi oleh John Fry menekankan bahwa *bubble* dapat dideteksi melalui anomali statistik dalam volume perdagangan dan harga aset, sementara Shaen Corbet justru menyoro dominasi faktor sentimen pasar sebagai pemicu utama *bubble market* pada *Bitcoin*. Perbedaan fokus dan pendekatan pada kedua studi tersebut mengindikasikan adanya celah dalam literatur empiris. Terutama dalam memahami bagaimana ketiga variabel tersebut saling berinteraksi secara simultan dalam membentuk *bubble market* pada *Bitcoin*. Dengan demikian, rumusan masalah penelitian ini adalah bagaimana pengaruh volume perdagangan, kapitalisasi pasar, dan

sentimen pasar terhadap terbentuknya *Bitcoin bubble market*, baik secara parsial maupun simultan (Corbet et al., 2019; Fry, 2018).

Manfaat Penelitian

Penelitian ini dapat memberikan wawasan berharga bagi investor, pembuat kebijakan, dan akademisi. Hasil penelitian dapat membantu dalam pengembangan strategi investasi yang lebih baik, perancangan regulasi yang lebih efektif, dan pemahaman yang lebih mendalam tentang perilaku pasar aset digital. Selain itu, penelitian ini diharapkan dapat berkontribusi pada literatur akademik dengan mengisi *research gap* yang ada, terutama dalam hal analisis faktor-faktor penentu *bubble*. Dengan demikian, penelitian ini tidak hanya relevan dari perspektif praktis, namun juga memiliki signifikansi teoritis dalam pengembangan ilmu ekonomi dan keuangan di era digital.

3. KAJIAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Rational Bubble Model

Teori *Rational Bubble Model* menjelaskan bagaimana harga aset bisa naik jauh melampaui nilai fundamentalnya secara rasional. *Bubble* dapat terbentuk karena investor percaya bahwa harga *Bitcoin* akan terus meningkat dan dapat menjual aset tersebut dengan harga lebih tinggi di masa depan. Selama kepercayaan ini bertahan, harga aset akan terus meningkat meskipun nilai fundamentalnya tidak mengalami perubahan yang signifikan. Namun, ketika kepercayaan ini hilang atau ada perubahan besar dalam ekspektasi pasar, *bubble* akan pecah dan menyebabkan kejatuhan harga yang drastis. *Bubble* akan ditandai dengan laju kenaikan harga yang cepat dan jika harga mulai stagnan, minat investor menurun yang akan menyebabkan risiko kejatuhan meningkat. Teori ini relevan dalam aset digital seperti *Bitcoin*, yang tidak memiliki nilai fundamental konvensional seperti arus kas atau aset riil. Sehingga akan lebih rentan terhadap pembentukan *bubble* berbasis ekspektasi semata (Blanchard & Watson, 1982).

Teori ini menyoroti bahwa dalam pasar *Bitcoin*, investor ritel sering kali terdorong oleh *hype*, media sosial dan spekulasi. Artinya, adanya peran informasi dan ekspektasi investor dalam membentuk *bubble*, di mana ketidakseimbangan akses informasi membuat beberapa investor tetap optimis sementara investor lain menjual lebih awal, memperpanjang *bubble* dan memperburuk dampaknya saat pecah. Hal ini telah diamati secara empiris dalam sebuah studi yang menemukan bukti adanya *bubble* pada harga *Bitcoin* menggunakan metode PSY (Phillips-Shi-Yu). Penelitian ini menunjukkan bahwa harga *Bitcoin* kerap melampaui nilai fundamentalnya karena dorongan spekulatif dan perilaku *herd behavior*, sejalan dengan karakteristik rasional *bubble* (Corbet et al., 2018a)

Liquidity and Network Effects Theory

Teori Likuiditas dan Efek Jaringan menjelaskan bagaimana harga *Bitcoin*, dipengaruhi oleh dua faktor utama, yaitu likuiditas dan efek jaringan. Likuiditas berkaitan dengan seberapa mudah aset dapat diperjual-belikan tanpa menyebabkan perubahan harga yang signifikan, yang diukur melalui volume perdagangan. Semakin tinggi likuiditas, semakin stabil harga *Bitcoin* karena lebih banyak orang yang bertransaksi, sehingga mengurangi

kemungkinan lonjakan atau penurunan harga yang ekstrem. Namun, ada sisi lain dari likuiditas yang tinggi dapat menarik lebih banyak spekulan yang masuk ke pasar dengan harapan mendapatkan keuntungan cepat. Ketika banyak spekulan masuk, harga *Bitcoin* bisa naik secara berlebihan, menciptakan *bubble* yang rentan pecah saat ekspektasi pasar tidak terpenuhi (Wei, 2018).

Sedangkan, efek jaringan yang tercermin pada kapitalisasi pasar menunjukkan bahwa semakin banyak investor yang membeli *Bitcoin*, semakin besar nilainya karena meningkatnya kepercayaan. Hal ini menciptakan harga melonjak karena semakin banyak yang tertarik untuk membeli, yang kemudian semakin mendorong kenaikan harga. Namun, ketika ekspektasi yang terlalu tinggi dan tidak didukung oleh nilai fundamental yang jelas, harga *Bitcoin* dapat menjadi tidak realistis. Ketika kepercayaan mulai goyah, harga dapat turun drastis, menyebabkan *bubble* pecah dan banyak investor mengalami kerugian. Dengan kata lain, teori ini menunjukkan bahwa kombinasi antara likuiditas tinggi dan efek jaringan yang kuat bisa membuat harga *Bitcoin* lebih stabil, tetapi juga bisa meningkatkan risiko *bubble* jika pasar terlalu optimis tanpa dasar yang kuat (Wei, 2018).

Investor Sentiment Theory

Teori sentimen investor menjelaskan bagaimana emosi dan persepsi investor dapat mempengaruhi harga *Bitcoin*, bahkan jika tidak ada perubahan signifikan dalam nilai fundamental. Investor sering kali dipengaruhi oleh emosi seperti optimisme berlebihan atau ketakutan, yang akhirnya membuat harga aset naik atau turun secara drastis. Hal ini sering terjadi karena investor cenderung mengikuti tren pasar tanpa benar-benar memahami nilai fundamental aset yang akan dibeli atau dijual. Dalam pasar *Bitcoin* yang spekulatif, optimisme berlebihan dapat mendorong lonjakan harga, sementara pesimisme dapat menyebabkan kejatuhan harga yang drastis. Investor sering kali hanya mengikuti tren pasar tanpa analisis mendalam, yang dapat menyebabkan harga *Bitcoin* sangat rentan terhadap fluktuasi sentimen. Contohnya, pada tahun 2017-2018 harga *Bitcoin* melonjak karena *hype*, namun jatuh tajam di tahun 2018 akibat sentimen berubah menjadi negatif. Hal ini menunjukkan bagaimana emosi pasar dapat menciptakan dan menghancurkan *bubble* pada *Bitcoin* (Wang, 2023).

Sebuah penelitian menerapkan teori sentimen investor pada *Bitcoin* dan menemukan hubungan yang signifikan antara sentimen media dan pergerakan harga *Bitcoin*. Dalam penelitian ini, analisis sentimen dilakukan terhadap berita dan media sosial untuk mengukur emosi dan opini publik mempengaruhi pasar. Hasilnya menunjukkan bahwa ketika sentimen media bersifat positif, harga *Bitcoin* cenderung mengalami kenaikan karena investor merasa optimis dan terdorong untuk membeli aset lebih banyak. Sebaliknya, ketika sentimen negatif, maka akan menyebabkan aksi jual besar-besaran dan mendorong penurunan harga *Bitcoin*. Temuan ini memperkuat bahwa sentimen pasar dapat mempengaruhi terbentuknya dan pecahnya *bubble* (Ciaian et al., 2016).

Positive Feedback Loop Theory

Teori *Feedback Loop Positive*, yang dikembangkan oleh George Soros dalam bukunya "*The Alchemy of Finance*" (1987), menjelaskan bagaimana *bubble market* pada *Bitcoin* dapat terbentuk melalui siklus umpan balik antara harga *Bitcoin* dan perilaku investor. Ketika harga *Bitcoin* mulai naik, investor akan melihat peluang keuntungan dan mulai membeli, yang

kemudian akan mendorong peningkatan volume perdagangan. Volume perdagangan yang meningkat ini menggambarkan likuiditas yang tinggi yang kemudian memperkuat persepsi bahwa pasar *Bitcoin* sedang menguat, membangkitkan optimisme lebih luas di kalangan investor. Optimisme ini mendorong permintaan terhadap *Bitcoin* semakin tinggi, menyebabkan harga *Bitcoin* akan terus naik dan menyebabkan kapitalisasi pasar bertambah. Kenaikan kapitalisasi ini menjadi sinyal bahwa *Bitcoin* adalah aset potensial yang akan menarik perhatian investor ritel maupun institusional. Siklus ini, di mana kenaikan harga mendorong semakin banyak investor yang pada akhirnya membuat harga naik lebih tinggi lagi, menciptakan *feedback loop* yang mempercepat pembentukan *bubble*. Karena harga tidak lagi mencerminkan nilai fundamental dan lebih dikendalikan oleh ekspektasi, pasar menjadi sangat rentan terhadap koreksi. Ketika ekspektasi itu menurun akibat faktor eksternal atau aksi ambil untung, *bubble* akan pecah dan menyebabkan kejatuhan harga (Soros, 2017).

Hipotesis

Pengaruh Volume Perdagangan terhadap *Bitcoin Bubble Market*

Berdasarkan pada teori likuiditas pasar dan spekulasi, volume perdagangan yang tinggi sering dikaitkan dengan aktivitas spekulatif yang dapat mendorong terbentuknya *bubble market*. Tidak seperti pasar tradisional yang umumnya stabil, diawasi oleh otoritas keuangan dan didominasi oleh investor institusional, pasar *Bitcoin* cenderung tidak terpusat, berlangsung setiap hari dan melibatkan banyak investor ritel dengan tingkat literasi finansial yang bervariasi. Hal ini menyebabkan volume perdagangan *Bitcoin* lebih sensitif dan lebih rentan terhadap fluktuasi ekstrem. Sebuah penelitian menemukan adanya korelasi positif antara volume perdagangan dan volatilitas harga *cryptocurrency*, yang menunjukkan bahwa lonjakan aktivitas perdagangan sering kali disertai dengan fluktuasi harga yang ekstrem (Blau, 2018). Hal ini mengindikasikan bahwa peningkatan volume perdagangan tidak selalu mencerminkan fundamental pasar, melainkan perilaku spekulatif yang mendominasi transaksi. Studi lain juga menguatkan temuan ini dengan menunjukkan bahwa volume perdagangan yang tinggi pada pasar *Bitcoin* dapat menjadi indikator adanya aktivitas spekulatif yang berkontribusi pada terbentuknya *bubble market* (Baur et al., 2018).

H₁: Volume perdagangan berpengaruh positif signifikan terhadap terbentuknya *bubble market* pada *Bitcoin*.

Pengaruh Kapitalisasi Pasar terhadap *Bitcoin Bubble Market*

Berdasarkan konsep peningkatan kapitalisasi pasar yang cepat dapat mengindikasikan overvaluasi, beberapa penelitian telah menyelidiki kaitannya dengan potensi *bubble market*. Sebuah studi menunjukkan bahwa pertumbuhan kapitalisasi pasar yang tidak proposional dengan adopsi dan penggunaan riil *cryptocurrency* dapat menjadi indikator terjadinya *bubble market* (Corbet et al., 2018b). Selain itu, penelitian lainnya mengidentifikasi hubungan antara kapitalisasi pasar dan potensi *bubble* dalam pasar *cryptocurrency*. Hal ini menunjukkan bahwa lonjakan nilai pasar *Bitcoin* sering kali mencerminkan ekspektasi yang tidak realistis (Fry & Cheah, 2016).

H₂: Kapitalisasi pasar berpengaruh positif signifikan terhadap terbentuknya *bubble market* pada *Bitcoin*.

Pengaruh Sentimen Pasar terhadap *Bitcoin Bubble Market*

Berdasarkan teori *Behavioral Finance* yang menyatakan bahwa sentimen pasar investor dapat mempengaruhi harga aset. Dalam hal *Bitcoin*, sentimen pasar dapat mendorong perilaku irrasional investor. Hal ini menyebabkan overvaluasi dan potensi *bubble market*. Sebuah penelitian menemukan hubungan pengaruh antara sentimen pasar dan volatilitas *Bitcoin* (Bukovina & Martiček, 2016). Selain itu, penelitian lainnya menunjukkan bahwa sentimen media sosial memiliki pengaruh signifikan terhadap return *Bitcoin* (Nasir et al., 2019).

H₃: Sentimen pasar berpengaruh positif signifikan terhadap terbentuknya *bubble market* pada *Bitcoin*.

Pengaruh Volume Perdagangan, Kapitalisasi Pasar, dan Sentimen Pasar Terhadap *Bitcoin Bubble Market*

Berdasarkan teori *Positive Feedback Loop*, yang menyatakan interaksi antara volume perdagangan, kapitalisasi pasar dan sentimen pasar menciptakan umpan balik yang memperkuat ekspektasi harga yang tidak rasional, sehingga dapat membentuk *bubble*. Ketika volume perdagangan meningkat secara signifikan, hal ini mencerminkan tingginya aktivitas spekulasi yang dapat memicu kenaikan harga yang sangat tajam. Kenaikan ini meningkatkan kapitalisasi pasar, yang sering dianggap sebagai indikator optimisme oleh investor lain, sehingga mendorong sentimen pasar positif. Sentimen pasar yang positif ini menciptakan kenaikan harga yang semakin jauh dari nilai fundamentalnya sehingga berisiko terbentuknya *bubble* (Soros, 2017).

H₄: Volume perdagangan, kapitalisasi pasar, dan sentimen pasar berpengaruh positif signifikan secara simultan terhadap terbentuknya *bubble market* pada *Bitcoin*.

4. METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan metode penelitian kuantitatif korelatif untuk menganalisis hubungan antara volume perdagangan, kapitalisasi pasar dan sentimen pasar terhadap *Bitcoin bubble market*. Metode ini dipilih karena mampu mengidentifikasi sejauh mana kekuatan serta arah hubungan antar variabel yang diteliti, sehingga relevan untuk menjawab rumusan masalah yang telah disusun sebelumnya. Sampel penelitian ini mencakup data *Bitcoin* secara global, sehingga hasil analisis dapat memberikan gambaran yang lebih luas mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi *bubble market* dalam pasar *Bitcoin*. Data yang digunakan merupakan data sekunder *time series* harian dari 1 Januari 2021 hingga 31 Mei 2021. Periode ini dipilih karena mencerminkan fase di mana harga *Bitcoin* mengalami lonjakan signifikan yang diduga sebagai indikasi pembentukan *bubble market*.

Data dalam penelitian ini diperoleh dari berbagai sumber *platform* seperti *CoinMarketCap* dan *CoinGecko* untuk data harga serta volume perdagangan *Bitcoin*, *Yahoo Finance* untuk data historis dan volatilitas, serta *Kaggle* untuk memperoleh data sentimen pasar yang telah dikurasi. Data yang diperoleh kemudian dianalisis menggunakan model

Regresi Linier Berganda untuk menguji pengaruh volume perdagangan, kapitalisasi pasar dan sentimen pasar terhadap *Bitcoin bubble market*. Pengolahan data memanfaatkan aplikasi Excel dalam tahap awal, yaitu untuk pengelompokkan, perhitungan, dan visualisasi grafik. Sedangkan analisis statistik dilakukan dengan SPSS 30 untuk meningkatkan validitas hasil penelitian.

Definisi Operasional

Tabel 1
Definisi Operasional Variabel

Variabel	Definisi	Indikator
Volume Perdagangan	Volume Perdagangan adalah metrik yang mengukur aktivitas perdagangan <i>Bitcoin</i> dalam periode waktu tertentu. Dalam hal ini dinyatakan dalam mata uang USD.	$VP = \sum(Q_i \times P_i)$
Kapitalisasi Pasar	Kapitalisasi pasar adalah ukuran dari total nilai pasar dari seluruh <i>Bitcoin</i> yang ada pada suatu saat yang menggambarkan seberapa besar pasar secara keseluruhan untuk seluruh <i>Bitcoin</i> yang diperdagangkan.	$Marketcap = S \times P$
Sentimen Pasar	Sentimen pasar adalah kondisi kolektif investor terhadap <i>Bitcoin</i> sebagai aset investasi pada waktu tertentu. Dimana jika diukur dengan <i>Fear and Greed Index</i> , skor 0-49 menunjukkan kondisi <i>Fear</i> , sedangkan skor 50-100 menunjukkan kondisi <i>Greed</i> .	<i>Fear and Greed Index</i> : $= (25\%FH) + (15\%SM) + (25\%MM) + (10\%D) + (10\%T) + (15\%S)$
<i>Bubble Market</i>	<i>Bubble market</i> ialah kondisi pasar di mana <i>Bitcoin</i> meningkat secara drastis dalam waktu singkat, melebihi nilai fundamentalnya. Adapun <i>bubble market Bitcoin</i> dapat diukur dengan indikator volatilitas harga, dimana ketika volatilitas harian antara 2-3% menunjukkan ketidakstabilan, dan ketika volatilitas harian melebihi rata-rata historisnya maka dapat menunjukkan indikasi adanya gejala <i>bubble market</i> .	Volatilitas <i>Bitcoin</i> $\sigma = \sqrt{\frac{1}{4 \cdot \ln(2)} \cdot \ln\left(\frac{high}{low}\right)^2}$

Tahapan Analisis

Analisis dalam regresi linier berganda melibatkan beberapa uji asumsi klasik untuk memastikan validitas model. Uji asumsi klasik yang dilakukan meliputi uji asumsi klasik, uji multikolinearitas, uji heteroskedastisitas dan uji autokorelasi. Uji normalitas yang dilakukan menggunakan uji *Kolmogorov-Smirnov*. Uji multikolinearitas mengevaluasi korelasi antar variabel independen dengan melihat nilai VIF (<10) dan *Tolerance* (>0,1). Uji heteroskedastisitas bertujuan melihat kestabilan varians residual dengan melihat grafik *scatterplot* dan uji *glejser*. Uji autokorelasi untuk mengidentifikasi adanya hubungan antar residual dalam waktu berbeda, dan dalam hal ini menggunakan uji Durbin-Watson Setelah model layak, dilakukan analisis regresi untuk melihat koefisien determinasi (R^2 dan *Adjusted* R^2), koefisien regresi, dan korelasi parsial untuk mengukur kekuatan hubungan antar variabel.

Uji f digunakan untuk melihat pengaruh simultan variabel independen terhadap dependen, sementara uji t menguji pengaruh masing-masing variabel secara parsial, dengan ketentuan signifikan jika nilai $P < 0,05$ (Ghozali, 2021).

5. PEMBAHASAN

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Tabel 2
Hasil Uji Normalitas

<i>Unstandardized Residual</i>	
Tes Statistik	0,058
Asymp. Sig	0,200

Sumber: Data Pengolahan SPSS 30

Data dapat dikatakan berdistribusi normal ketika signifikansi hasil uji Kolmogorov-Smirnov mencapai nilai $> 0,05$. Pada tabel 2, hasil pengujian menunjukkan nilai test statistik sebesar 0,058 dengan nilai signifikansi 0,200. Dalam hal ini nilai signifikansi $0,200 > 0,05$. Maka dapat disimpulkan bahwa data residual dalam penelitian ini berdistribusi normal.

Uji Multikolinearitas

Tabel 3
Hasil Uji Multikolinearitas

<i>Variabel</i>	<i>VIF</i>	<i>Tolerance</i>
Volume Perdagangan	1,045	0,957
Kapitalisasi Pasar	1,070	0,935
Sentimen Pasar	1,060	0,943

Sumber: Data Pengolahan SPSS 30

Data dapat dikatakan tidak terjadi multikolinearitas dalam model regresi ketika nilai *tolerance* $> 0,10$ dan nilai *variance* < 10 . Pada tabel 3, hasil pengujian menunjukkan bahwa semua variabel independen dalam penelitian ini memiliki nilai *tolerance* $> 0,10$ dan nilai *variance* < 10 . Berdasarkan hasil pengujian tersebut, dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi masalah multikolinearitas antar variabel independen.

Uji Heteroskedastisitas

Tabel 4
Hasil Uji Heteroskedastisitas

Variabel	Signifikansi
Volume Perdagangan	0,126
Kapitalisasi Pasar	0,833
Sentimen Pasar	0,082

Sumber: Data Pengolahan SPSS 30 (2025)

Uji heteroskedastisitas dilakukan menggunakan uji *Glejser* dengan meregresikan nilai absolut residual terhadap variabel independen. Data dikatakan tidak terjadi heteroskedastisitas ketika nilai signifikansi $> 0,05$. Pada tabel 4, hasil pengujian menunjukkan bahwa semua variabel independen memiliki nilai signifikan $> 0,05$. Maka dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi masalah heteroskedastisitas. Hal ini memperkuat hasil dari analisis grafik *scatterplot* yang menunjukkan tidak adanya heteroskedastisitas.

Uji Autokolerasi

Tabel 5
Hasil Uji Autokolerasi

<i>DW TEST</i>	
n	3
k	150
dL	1,6926
dU	1,7741
4-dU	2,2259
DW	2,0345

Sumber: Data Pengolahan SPSS 30 (2025)

Berdasarkan tabel 5, hasil pengujian autokolerasi menggunakan *Durbin Watson Test*, diperoleh nilai DW sebesar 2,0345. Mengacu pada tabel Durbin-Watson dengan tingkat signifikansi 5%, maka hasil pengujian menunjukkan bahwa nilai DW berada pada interval $dU < DW < 4-dU$ ($1,7741 < 2,0345 < 2,2259$), maka dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat autokorelasi pada model regresi.

Analisis Regresi

Koefisien Determinasi (R^2)

Tabel 6
Hasil Uji Koefisien Determinasi

<i>Model</i>	<i>Model Summary</i>			
	<i>R</i>	<i>R Square</i>	<i>Adjusted R Square</i>	<i>Std. Error of the estimate</i>
1	0,712	0,507	0,497	0,36015
a. <i>Predictors: (Constant), Volume Perdagangan, Kapitalisasi Pasar, Sentimen Pasar</i>				

Sumber: Data Pengolahan SPSS 30 (2025)

Berdasarkan hasil *output model summary* pada tabel 6, diperoleh nilai koefisien determinasi (R^2) sebesar 0,507 atau 50,7%. Hal ini menunjukkan bahwa variabel independen, yaitu volume perdagangan, kapitalisasi pasar, sentimen pasar mampu menjelaskan variasi dari variabel dependen, yaitu *bubble market* sebesar 50,7%. Sedangkan sisanya sebesar 49,3% dijelaskan oleh variabel-variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model penelitian ini.

Koefisien Regresi

Tabel 7
Hasil Uji Koefisien Regresi

<i>Model</i>	<i>Coefficients</i>			<i>t</i>	<i>Sig.</i>
	<i>Unstandardized Coefficients</i>		<i>Standardized Coefficients</i>		
	<i>B</i>	<i>Std. Error</i>	<i>Beta</i>		
1 <i>(Constant)</i>	2,190	1,197		2,130	0,035
Volume Perdagangan	0,920	0,113	0,483	8,135	0,001
Kapitalisasi Pasar	1,026	0,163	0,379	6,306	0,001
Sentimen Pasar	0,292	0,067	0,261	4,359	0,001

a. *Dependent: Bubble Market*

Sumber: Data Pengolahan SPSS 30 (2025)

Berdasarkan tabel 7, dapat dibentuk persamaan regresi linear berganda sebagai berikut:

$$Y = 2,190 + 0,920X_1 + 1,026X_2 + 0,292X_3$$

Regresi yang dilakukan dalam bentuk logaritma, maka setiap peningkatan 1% dalam variabel independen akan menyebabkan perubahan sebesar koefisien dalam variabel dependen.

1. Nilai konstanta sebesar 2,190 menunjukkan bahwa jika semua variabel independen bernilai 0, maka nilai *bubble market* adalah 2,19%.
2. Koefisien volume perdagangan (X_1) sebesar 0,920 menunjukkan bahwa setiap kenaikan 1% dalam volume perdagangan akan meningkatkan *bubble market* sebesar 0,92%, dengan asumsi variabel lain tetap.

3. Koefisien kapitalisasi pasar (X2) sebesar 1,026 menunjukkan bahwa setiap kenaikan 1% dalam kapitalisasi pasar akan meningkatkan *bubble market* sebesar 1,026%, dengan asumsi variabel lain tetap.
4. Koefisien sentimen pasar (X3) sebesar 0,292 menunjukkan bahwa setiap kenaikan 1% sentimen pasar akan meningkatkan *bubble market* sebesar 0,29%, dengan asumsi variabel lain tetap.

Semua variabel independen memiliki nilai signifikansi 0,001 ($<0,05$) yang menunjukkan bahwa semua variabel independen berpengaruh signifikan terhadap *bubble market*.

Koefisien Korelasi

Tabel 8
Hasil Uji Koefisien Korelasi

<i>Pearson Correlation</i>	Volume Perdagangan (X1)	Kapitalisasi Pasar (X2)	Sentimen Pasar (X3)	<i>Bubble Market</i> (Y)
Volume Perdagangan (X1)	1,000	0,148	-0,114	0,509
Sig. (1-tailed)	.	0,036	0,082	0,000
Kapitalisasi Pasar (X2)	0,148	1,000	0,190	0,500
Sig. (1-tailed)	0,036	.	0,010	0,000
Sentimen Pasar (X3)	-0,144	0,190	1,000	0,277
Sig. (1-tailed)	0,082	0,010	.	0,000
<i>Bubble Market</i> (Y)	0,509	0,500	0,277	1,000
Sig. (1-tailed)	0,001	0,001	0,001	.
N	150	150	150	150

Sumber: Data Pengolahan SPSS 30 (2025)

Berdasarkan *output correlations* pada tabel 12, dapat dijelaskan hubungan antar variabel sebagai berikut:

1. Hubungan volume perdagangan (X1) dengan *bubble market* (Y) dapat ditunjukkan pada nilai korelasi sebesar 0,509. Hal ini menunjukkan hubungan positif yang cukup kuat namun signifikan. Karena signifikansi berada pada 0,001 dimana lebih kecil dari 0,05.
2. Hubungan kapitalisasi pasar (X2) dengan *bubble market* (Y) dapat ditunjukkan pada nilai korelasi sebesar 0,500. Hal ini menunjukkan hubungan positif yang cukup kuat namun signifikan. Karena signifikansi berada pada 0,001 dimana lebih kecil dari 0,05.
3. Hubungan sentimen pasar (X3) dengan *bubble market* (Y) dapat ditunjukkan pada nilai korelasi sebesar 0,277. Hal ini menunjukkan hubungan positif yang lemah namun signifikan. Karena signifikansi berada pada 0,001 dimana lebih kecil dari 0,05.

Uji Hipotesis

Uji f (Simultan)

Tabel 9
Hasil Uji f

		ANOVA		
Model		f_{hitung}	f_{tabel}	Sig.
1	Regression Residual Total	50,145	2,67	0,001

Sumber: Data Pengolahan SPSS 30 (2025)

Variabel independen dapat dikatakan mempengaruhi variabel dependen secara simultan ketika $f_{hitung} > f_{tabel}$. Berdasarkan hasil uji f pada tabel 13, diperoleh nilai f_{hitung} sebesar 50,145 dengan nilai signifikansi 0,001. Nilai f_{hitung} (50,145) lebih besar dari f_{tabel} (2,67), dan nilai signifikansi $0,001 < 0,05$. Hal ini menunjukkan bahwa seluruh variabel independen secara bersama-sama memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen. Dengan demikian, hipotesis yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh positif secara simultan variabel independen terhadap variabel dependen dapat diterima.

Uji t (Parsial)

Tabel 10
Hasil Uji t

		Coefficient		
Model		t_{hitung}	t_{tabel}	Sig
1	(Constant)	2,130		0,035
	Volume Perdagangan	8,135	1,97635	0,001
	Kapitalisasi Pasar	6,306	1,97635	0,001
	Sentimen Pasar	4,359	1,97635	0,001

Sumber: Data Pengolahan SPSS 30 (2025)

Dalam uji t Hipotesis dikatakan diterima jika $t_{hitung} > t_{tabel}$. Berdasarkan hasil uji t pada tabel 15, berikut adalah analisisnya:

1. Volume Perdagangan (X1) memiliki nilai t_{hitung} sebesar 8,135 yang lebih besar dari t_{tabel} 1,97635 dengan nilai signifikansi $0,001 < 0,05$. Hal ini menunjukkan bahwa volume perdagangan secara parsial berpengaruh positif dan signifikan terhadap variabel dependen yaitu *bubble market*.
2. Kapitalisasi Pasar (X2) memiliki nilai t_{hitung} sebesar 6,306 yang lebih besar dari t_{tabel} 1,97635 dengan nilai signifikansi $0,001 < 0,05$. Hal ini menunjukkan bahwa kapitalisasi pasar secara parsial berpengaruh positif dan signifikan terhadap variabel dependen yaitu *bubble market*.
3. Sentimen Pasar (X3) memiliki nilai t_{hitung} sebesar 4,359 yang lebih besar dari t_{tabel} 1,97635 dengan nilai signifikansi $0,001 < 0,05$. Hal ini menunjukkan bahwa sentimen pasar secara parsial berpengaruh positif dan signifikan terhadap variabel dependen yaitu *bubble market*.

Dinamika *Bubble Market* pada *Bitcoin*

Bitcoin mengalami beberapa kali periode lonjakan harga yang drastis dalam sejarahnya, yang kemudian diikuti oleh koreksi harga tajam akibat terbentuknya *bubble market*. Salah satu periode terjadinya *bubble market* yang mencolok terjadi pada awal Januari 2021 yang puncak harganya berada bulan April kemudian turun tajam pada Mei 2021. Pada periode tersebut harga *Bitcoin* melonjak dari \$29.000 hingga \$64.000 pada bulan April 2021. Kenaikan harga ini diakibatkan oleh semakin banyaknya investor institusional yang memasuki pasar akibat berita pemberitahuan perusahaan Tesla membeli *Bitcoin* sebesar \$1.5M dan hampir menerima *Bitcoin* sebagai alat pembayaran sebelum pada akhirnya membatalkan kebijakan tersebut. Adanya pemberitaan ini mendorong investor ritel untuk membeli *Bitcoin* agar tidak ketinggalan momentum kenaikan harga, yang kemudian menyebabkan kenaikan volume perdagangan secara eksponensial. Namun pada akhirnya, pada Mei 2021 *Bitcoin* mengalami koreksi harga besar-besaran setelah pemerintah China memperketat kebijakan mengenai *Bitcoin*. Dalam waktu kurang lebih 1 bulan ini harga *Bitcoin* dapat jatuh dratis hingga \$30.000.

Setelah koreksi harga tajam, pada bulan berikutnya siklus yang serupa terulang kembali. Lonjakan harga pada November 2021 bahkan mencapai hingga \$69.000. Kenaikan ini masih didasari aktivitas investor institusional yang memasuki pasar akibat pemberitaan kebijakan El Salvador terkait adopsi *Bitcoin*, yang kemudian menarik perhatian investor ritel. Dalam hal ini terjadi peningkatan volume perdagangan dan kapitalisasi pasar akibat aktivitas transaksi pada *Bitcoin*, yang semakin menyebabkan peningkatan harga pada *Bitcoin*. Kemudian pecahnya *bubble* pada *Bitcoin* ini disebabkan oleh regulasi yang dikeluarkan Amerika Serikat mengenai suku bunga, sehingga investor menarik dananya dari *Bitcoin*. Penyesuaian kebijakan moneter seperti kenaikan suku bunga oleh *Federal Reserve* mempengaruhi persepsi risiko dan ekspektasi investor, yang kemudian menciptakan sentimen pasar negatif dan menurunkan harga aset berisiko seperti *Bitcoin*. Maka penurunan harga yang tajam akibat sentimen pasar negatif ini tidak dapat dihindarkan. Sepanjang tahun 2022, harga *Bitcoin* turun drastis hingga \$20.000 (Karau & Bundesbank, 2021).

Tahun 2017 bukan kali pertama *Bitcoin* mengalami *bubble market*. Pada Desember 2017 *Bitcoin* juga mengalami kenaikan harga yang signifikan, yaitu mencapai \$20.000. Adanya sentimen pasar yang positif ini terbentuk akibat sifat spekulasi dan FOMO investor ritel, serta maraknya proyek *Initial Coin Offering* (ICO) yang kemudian mendorong kenaikan harga pada *Bitcoin*. Kemudian kejatuhan pasar terjadi ketika ICO dianggap terlalu spekulatif dan berisiko tinggi karena banyak proyek yang gagal atau bahkan bersikap *scam*. Akibatnya, *Bitcoin* mengalami kejatuhan harga sebagai tanda bahwa *bubble* pecah pada Desember 2018 hingga \$3.000.

Tidak hanya pada *Bitcoin*, *bubble market* juga terjadi pada mata uang kripto lainnya pada periode yang sama. Seperti, *Ethereum* yang mengalami lonjakan harga pada tahun 2021, dengan puncak harga sebesar \$4.300 pada April 2021, dan mencapai rekor tertinggi pada November 2021 dengan nilai \$4.800. Lonjakan harga ini didorong oleh maraknya *Decentralized Finance* (DeFi) dan *Non-Fungible Token* (NFT). Sama halnya dengan *Bitcoin*, lonjakan harga *Ethereum* diikuti oleh penurunan harga yang tajam hingga \$1.000 pada pertengahan 2022. Begitupula dengan *Dogecoin* yang peningkatan harganya hingga \$0.73 pada Mei 2021 akibat sentimen positif yang diciptakan oleh Elon Musk pada sosial medianya. Namun ketika berada pada titik jenuh menciptakan sentimen negatif, menyebabkan harga

Dogecoin turun secara drastis hingga \$0.10 pada tahun 2022 (Bellón & Figuerola-Ferretti, 2022).

Peningkatan Volume Perdagangan Mendorong Terjadinya *Bitcoin Bubble Market*

Peningkatan volume perdagangan *Bitcoin* dapat menjadi pemicu terbentuknya *market bubble* karena menunjukkan tingginya aktivitas spekulatif yang sering kali tidak didasari oleh nilai fundamental aset. Pernyataan ini sesuai dengan teori *Rational Bubble model*, dimana lonjakan harga aset terjadi ketika ekspektasi keuntungan jangka pendek mendorong investor untuk terus membeli meskipun harga sudah tidak rasional. Volume perdagangan yang tinggi menandakan bahwa semakin banyak investor yang melakukan transaksi dalam jumlah besar, sering kali didorong oleh perilaku *herding* dan *fear of missing out* (FOMO) yang memperkuat *bubble*. Ketika harga *Bitcoin* mulai naik dengan cepat, lebih banyak investor tertarik untuk masuk ke pasar, berharap memperoleh keuntungan instan. Akibatnya, harga *Bitcoin* dapat naik jauh di atas nilai fundamentalnya, yang menjadi ciri khas dari *Bitcoin bubble market* (Blanchard & Watson, 1982).

Peristiwa ini terlihat jelas selama periode 1 Januari 2021 hingga 31 Mei 2021, di mana volume perdagangan *Bitcoin* bervariasi di berbagai negara. Amerika Serikat mencatat volume perdagangan tertinggi hingga 2,62 juta BTC. Sedangkan negara seperti Kanada memiliki volume perdagangan yang lebih rendah, yaitu 5,57 ribu BTC. Sementara itu, Indonesia mencatat volume perdagangannya sekitar 11,1 ribu BTC, di mana hal ini menempatkan Indonesia pada posisi menengah dibanding negara lain. Perbedaan volume perdagangan *Bitcoin* di setiap negara ini dipengaruhi oleh beberapa hal. Seperti, Amerika Serikat memiliki volume perdagangan *Bitcoin* yang tinggi akibat adopsi kripto yang luas dengan adanya bursa besar seperti *Kraken* dan *Binance US* (Statista, 2021). Selain itu, investor institusional berperan besar pada perdagangan *Bitcoin* periode ini. Sedangkan Indonesia memiliki regulasi yang lebih terbatas, di mana *Bitcoin* hanya diizinkan sebagai aset investasi bukan alat pembayaran, yang membuat volume perdagangan *Bitcoin* di Indonesia lebih rendah dari Amerika Serikat (Bappebti, 2021). Kanada dengan volume perdagangan lebih rendah diakibatkan oleh adanya regulasi pajak yang ketat dan pembatasan bursa besar. Namun meskipun demikian, volume perdagangan ketiga negara ini tetap mengalami peningkatan pada periode yang sama (OECD, 2021).

Peningkatan volume perdagangan dapat mendorong terjadinya *Bitcoin bubble market* ini dapat dijelaskan melalui teori *Rational Bubble Model*. Di mana harga *Bitcoin* dapat meningkat secara signifikan akibat ekspektasi investor terhadap keuntungan di masa depan. Nyatanya, peningkatan volume perdagangan tidak selalu mencerminkan peningkatan likuiditas yang sehat. Melainkan dapat menjadi indikator ketidakstabilan pasar yang lebih besar jika tidak diikuti oleh peningkatan fundamentalnya (Blanchard & Watson, 1982).

Dalam fase puncak *bubble*, volume perdagangan *Bitcoin* mencapai titik tertinggi karena terjadi transaksi dalam jumlah besar dari investor yang ingin mengambil keuntungan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa volume perdagangan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap terbentuknya *bubble market* ($0,001 < 0,05$). Setiap kenaikan 1% dalam volume perdagangan akan meningkatkan *bubble market* sebesar 0,92% dengan asumsi variabel lainnya tetap. Selain itu, hubungan antara volume perdagangan dan *bubble market* cukup kuat, dimana nilai korelasinya sebesar 0,509. Dengan demikian, lonjakan volume perdagangan pada fase ini

tidak hanya mencerminkan aksi ambil untung, tetapi juga memperkuat tekanan jual yang memicu tingginya volatilitas harga dan munculnya tanda-tanda awal pecahnya *bubble* pada *Bitcoin*.

Setelah harga mulai turun, kepanikan terjadi di kalangan investor ritel yang sebelumnya terbawa euforia kenaikan harga. Volume perdagangan tetap tinggi, tetapi kali ini lebih banyak terjadi aksi jual dibandingkan pembelian. Investor yang membeli *Bitcoin* pada harga puncak mulai mengalami kerugian besar dan menjual aset untuk meminimalkan kerugian lebih besar. Pada penelitian ini menunjukkan bahwa sentimen pasar berpengaruh positif dan signifikan terhadap pembentukan *bubble market*, dengan koefisien regresi sebesar 0,292 (sig 0,001<0,05). Hal ini mengindikasikan bahwa perubahan sentimen dari optimis menjadi pesimistis turut memicu aksi jual secara masif. Situasi ini yang akan mempercepat penurunan harga *Bitcoin* secara drastis, yang akhirnya menyebabkan *bubble* pecah dan harga jatuh ke level yang lebih rasional.

Pada akhirnya, setelah *bubble* pecah, pasar *Bitcoin* akan memasuki fase koreksi atau kapitulasi, di mana harga cenderung lebih stabil setelah penurunan tajam. Volume perdagangan biasanya menurun drastis karena investor kehilangan minat atau kepercayaan terhadap *Bitcoin* dalam jangka pendek. Berdasarkan hasil data dalam penelitian ini, fase ini ditunjukkan oleh penurunan volume perdagangan dan volatilitas harga yang mulai mereda, setelah sebelumnya berada pada puncaknya. Indikator lain yang memperlihatkan fase ini adalah berkurangnya sentimen pasar yang tercermin dari hasil regresi yang menunjukkan penurunan pengaruh sentimen terhadap harga, serta melambatnya kapitalisasi pasar. Namun, bagi investor jangka panjang, ini bisa menjadi peluang untuk kembali masuk ke pasar saat harga lebih rendah. Siklus ini menunjukkan bagaimana peningkatan volume perdagangan dapat mendorong terbentuknya *bubble market* pada *Bitcoin*, diikuti oleh kejatuhan harga yang drastis ketika spekulasi tidak lagi dapat menopang nilai aset tersebut.

Peningkatan Kapitalisasi Pasar Mendorong Terjadinya *Bitcoin Bubble Market*

Peningkatan kapitalisasi pasar *Bitcoin* memiliki korelasi erat dengan pembentukan *bubble market* pada *Bitcoin*. Kapitalisasi pasar dihitung sebagai harga *Bitcoin* dikalikan dengan total jumlah *Bitcoin* yang beredar. Ketika harga *Bitcoin* naik dengan cepat, kapitalisasi pasarnya juga meningkat, menciptakan ilusi bahwa aset ini memiliki nilai yang semakin besar. Hal ini dapat menarik lebih banyak investor, baik ritel maupun institusional, yang ingin mengambil keuntungan dari kenaikan harga, sehingga permintaan terhadap *Bitcoin* semakin tinggi.

Dalam kondisi pasar yang *bullish*, peningkatan kapitalisasi pasar sering kali mempercepat arus masuk investor baru. Kenaikan ini sering kali didorong oleh spekulasi, di mana investor membeli *Bitcoin* bukan karena percaya pada fundamentalnya, namun karena berharap harga akan terus meningkat. Situasi ini dikenal sebagai *herd behavior*, yaitu situasi ketika investor mengikuti tren tanpa melakukan analisis mendalam. Ketika semakin banyak orang masuk ke pasar, harga *Bitcoin* terus melonjak, menyebabkan kapitalisasi pasar bertambah dengan cepat dan mendorong terbentuknya *bubble*.

Terbentuknya *bubble market* pada *Bitcoin* yang disebabkan oleh peningkatan kapitalisasi pasar ini tergambar pada teori Likuiditas dan Efek Jaringan. Di mana peningkatan kapitalisasi pasar sering kali berkontribusi pada peningkatan kepercayaan investor. Kapitalisasi

yang besar memberikan kesan bahwa *Bitcoin* adalah aset yang aman dan stabil, sehingga menarik lebih banyak investor baru untuk masuk. Namun, kapitalisasi yang besar juga dapat memperbesar risiko *bubble market* pada *Bitcoin*, jika harga terus meningkat tanpa dukungan fundamental yang jelas. Akibatnya akan terjadi *overvaluation* dan akan menimbulkan ketidakseimbangan dalam pasar.

Temuan dalam penelitian ini mendukung teori tersebut. Kapitalisasi pasar terbukti memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap terbentuknya *bubble market*, dengan nilai koefisien regresi sebesar 1,026. Artinya, setiap kenaikan 1% dalam kapitalisasi pasar akan meningkatkan *bubble market* sebesar 1,026%, dengan asumsi variabel lain tetap. Selain itu, nilai signifikansi sebesar 0,001 (lebih kecil dari 0,05) dan thitung 6,306 > ttabel 1,97635 memperkuat bahwa pengaruh ini bersifat signifikan secara statistik. Korelasi sebesar 0,500 juga menunjukkan hubungan yang cukup kuat antara kapitalisasi pasar dan pembentukan *bubble*.

Ketika kapitalisasi pasar terus bertambah tanpa dukungan peningkatan fundamentalnya, potensi ketidakseimbangan dalam pasar semakin meningkat. Banyaknya transaksi yang terjadi lebih banyak dipicu oleh mekanisme perdagangan berulang, seperti *high-frequency trading*, dibandingkan dengan kebutuhan nyata terhadap aset digital tersebut. Akibatnya, harga *Bitcoin* dapat terus naik hingga mencapai tingkat yang tidak lagi mencerminkan nilai utilitasnya. Maka pasar akan menjadi semakin rentan terhadap perubahan struktural yang mendadak.

Ketika kapitalisasi pasar mencapai titik jenuh, maka ketidakstabilan pasar semakin sulit dihindari. Akan terjadi penjualan dalam jumlah besar yang memicu koreksi harga pertama, yang sering kali menyebabkan *panic selling* di kalangan investor. Saat kepanikan menyebar, harga *Bitcoin* mulai turun drastis, dan kapitalisasi pasar pun menyusut dengan cepat. Pada titik ini, banyak investor yang membeli *Bitcoin* pada harga tertinggi mengalami kerugian besar, mempercepat runtuhnya *bubble market* pada *Bitcoin*.

Kapitalisasi pasar yang besar memang menunjukkan partisipasi dan dominasi yang tinggi. Namun, tidak selalu mencerminkan pertumbuhan yang berkelanjutan. Investor dan pelaku pasar perlu mempertimbangkan apakah peningkatan kapitalisasi pasar benar-benar didukung oleh perkembangan fundamental atau hanya sekadar hasil dari mekanisme perdagangan yang tidak mencerminkan nilai jangka panjang *Bitcoin*.

Peningkatan Sentimen Pasar Mendorong Terjadinya *Bitcoin Bubble Market*

Sentimen pasar memiliki peran yang krusial dalam membentuk dinamika harga *Bitcoin*. Sentimen pasar mencerminkan psikologi kolektif para investor, yang dapat bersifat *bullish* atau *bearish* terhadap pergerakan harga *Bitcoin*. Ketika sentimen pasar sangat positif, investor cenderung lebih berani mengambil risiko yang lebih besar. Inilah yang menyebabkan peningkatan aktivitas spekulatif yang dapat mendorong harga *Bitcoin* ke tingkat yang tidak sejalan dengan nilai fundamentalnya. Jika optimisme ini terus meningkat tanpa didukung oleh fundamental yang kuat, maka harga *Bitcoin* bisa naik secara berlebihan, menciptakan kondisi *overvaluation* yang menjadi ciri khas *bubble market*.

Sentimen pasar yang positif sering kali didorong oleh berbagai faktor, seperti berita tentang adopsi institusional, regulasi yang mendukung, perkembangan teknologi, atau liputan media yang berlebihan. Misalnya, ketika perusahaan besar seperti Tesla mengumumkan untuk membeli *Bitcoin* atau menerima *Bitcoin* sebagai alat pembayaran, investor menjadi semakin

percaya bahwa *Bitcoin* adalah aset yang bernilai tinggi. Lonjakan optimisme ini menyebabkan lebih banyak orang membeli *Bitcoin*, sehingga harga naik tajam dalam waktu singkat. Situasi ini akan menciptakan efek *self-fulfilling prophecy*, di mana kenaikan harga semakin memperkuat sentimen positif dan menarik lebih banyak investor baru ke dalam pasar.

Teori Sentimen Investor menjelaskan bahwa persepsi pasar dapat memiliki dampak langsung terhadap volatilitas harga aset. Investor sering kali melakukan pembelian berdasarkan tren tanpa mempertimbangkan analisis fundamental yang mendalam. Ketika mayoritas pelaku pasar bersikap optimis, tekana beli yang signifikan akan mendorong kenaikan harga yang cepat. Namun, kondisi ini juga meningkatkan risiko pembalikan harga secara tiba-tiba ketika sentimen mulai berubah menjadi negatif.

Ketidakstabilan yang diakibatkan oleh perubahan sentimen pasar dapat memicu aksi jual secara besar-besaran yang akan memperburuk volatilitas harga *Bitcoin*. Selain itu, perdagangan berbasis algoritma (menggunakan program untuk membeli atau menjual aset secara otomatis) juga mempercepat dampak dari perubahan sentimen pasar. Ketika algoritma mendeteksi tren harga yang menguat, sistem perdagangan otomatis dapat meningkatkan kenaikan harga. Sebaliknya, ketika tren berbalik, aksi jual yang dilakukan oleh algoritma dalam jumlah besar dapat mempercepat penurunan harga yang ekstrem.

Dalam penelitian ini, temuan empiris menunjukkan bahwa indeks *Fear and Greed* memiliki hubungan positif terhadap harga *Bitcoin*, dengan koefisien regresi sebesar 0,292. Artinya, semakin tinggi tingkat optimisme pasar (*greed*), semakin tinggi pula harga *Bitcoin*. Namun ketika indeks mulai menurun (*fear* meningkat), harga mulai terkoreksi dan volatilitas melonjak, menandai potensi transisi menuju pecahnya *bubble* pada *Bitcoin*. Hal ini menunjukkan bahwa perubahan sentimen pasar akan tercermin pada fluktuasi harga *Bitcoin* dan dapat menjadi indikator dalam mendeteksi fase transisi pasar.

Interaksi Volume Perdagangan, Kapitalisasi Pasar, dan Sentimen Pasar Mendorong Terjadinya *Bitcoin Bubble Market*

Fenomena *bubble market* pada *Bitcoin* terjadi ketika harga *Bitcoin* naik jauh di atas nilai fundamentalnya akibat kombinasi dari peningkatan volume perdagangan, kapitalisasi pasar, dan sentimen pasar yang semakin optimis. Ketiga faktor ini saling berinteraksi dan memperkuat satu sama lain, menciptakan siklus kenaikan harga yang tidak berkelanjutan. Peningkatan volume perdagangan mencerminkan lonjakan aktivitas pasar, kapitalisasi pasar yang naik menunjukkan meningkatnya nilai total *Bitcoin* yang beredar, sementara sentimen pasar yang positif mendorong lebih banyak investor untuk membeli. Ketika ketiga faktor ini tumbuh secara bersamaan tanpa dukungan fundamental yang kuat, pasar memasuki fase *bubble* yang akhirnya rentan terhadap koreksi harga atau bahkan kejatuhan harga secara drastis.

Proses ini sering dimulai dengan kenaikan harga *Bitcoin* yang signifikan. Kenaikan harga ini menarik perhatian lebih banyak trader dan investor, sehingga volume perdagangan meningkat tajam. Dengan lebih banyak transaksi yang terjadi, likuiditas pasar bertambah, membuat harga *Bitcoin* lebih mudah bergerak ke atas. Dalam tahap ini, banyak investor masih rasional, tetapi ada kecenderungan untuk mulai berspekulasi karena melihat harga yang terus naik tanpa koreksi berarti.

Seiring harga yang terus naik, kapitalisasi pasar *Bitcoin* juga meningkat, menciptakan persepsi bahwa *Bitcoin* menjadi aset yang lebih bernilai dan aman untuk investasi. Investor yang sebelumnya ragu mulai ikut membeli karena melihat nilai pasar yang semakin besar, sehingga mendorong harga naik lebih tinggi. Efek ini disebut *self-reinforcing loop*, di mana kenaikan harga menyebabkan lebih banyak pembelian, yang pada akhirnya meningkatkan harga lebih jauh. Dalam fase ini, banyak trader menggunakan *leverage* atau pinjaman untuk memperbesar keuntungan, namun tanpa menyadari bahwa risiko juga ikut meningkat.

Sementara itu, sentimen pasar menjadi semakin optimis, didorong oleh pemberitaan media, rekomendasi influencer, dan tren *Fear of Missing Out* (FOMO) mulai mendominasi perilaku investor, terutama di kalangan investor ritel. Para calon investor takut tertinggal dalam tren kenaikan harga dan mulai membeli *Bitcoin* tanpa melakukan analisis mendalam terhadap fundamental aset tersebut. Permintaan yang semakin besar ini membuat harga *Bitcoin* terus melonjak, bahkan ketika nilai fundamentalnya tidak mengalami perubahan signifikan. Pada titik ini, volume perdagangan meningkat drastis, kapitalisasi pasar melonjak, dan pasar memasuki fase bubble yang semakin membesar.

Namun, ada saatnya *bubble market* pada *Bitcoin* akan pecah. Ketika pasar *Bitcoin* mencapai titik jenuh, kombinasi dari ketiga faktor ini dapat menyebabkan dampak berantai yang memicu kejatuhan harga. Diawali dengan penurunan volume perdagangan yang diakibatkan melemahnya minat pasar, yang kemudian diikuti penurunan kapitalisasi pasar akibat aksi jual secara besar-besaran dan bersamaan. Hal inilah yang menandakan sentimen pasar mulai berada di titik pesimis yang berasal dari kepanikan investor. Akhirnya, *Bitcoin* mengalami crash, di mana harga turun tajam dalam waktu singkat, meninggalkan banyak investor dengan kerugian besar. Siklus ini terus berulang dalam sejarah *Bitcoin*, menunjukkan bagaimana interaksi antara volume perdagangan, kapitalisasi pasar, dan sentimen pasar dapat menciptakan bubble market yang akhirnya tidak bisa dipertahankan.

Implikasi Penelitian: Menavigasi *Bubble Market* pada Pasar *Bitcoin*

Penelitian ini memiliki implikasi yang luas bagi investor, regulator dan akademisi yang meneliti pasar kripto. Dari perspektif investor, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa volume perdagangan, kapitalisasi pasar, dan sentimen pasar yang positif tidak selalu mencerminkan peningkatan nilai intrinsiknya, namun juga dapat didorong oleh faktor spekulatif. Maka dari demikian, untuk menghindari pembentukan *bubble market* pada *Bitcoin*, investor perlu melakukan analisis mendalam terhadap pergerakan volume perdagangan dan kapitalisasi pasar sebelum mengambil keputusan investasi. Investor juga perlu mengembangkan pendekatan yang lebih objektif terhadap sentimen pasar serta pemantauan tren pasar berbasis data untuk mengurangi potensi kerugian akibat volatilitas yang ekstrem. Selain itu, edukasi mengenai mekanisme pasar dan pengaruh faktor eksternal dalam pembentukan harga *Bitcoin* juga menjadi aspek penting dalam meningkatkan kesadaran investor.

Bagi regulator di berbagai negara perlu penyesuaian terhadap kebijakan terhadap *Bitcoin* berdasarkan tingkat adopsinya guna menghindari terbentuknya *bubble market* pada *Bitcoin*. Negara dengan adopsi *Bitcoin* tinggi, seperti Amerika Serikat perlu memprioritaskan pengawasan institusional dan mitigasi risiko dengan memastikan transparansi pasar melalui regulasi terhadap bursa kripto serta pengawasan transaksi besar untuk mencegah manipulasi pasar. Kemudian untuk negara dengan adopsi *Bitcoin* sedang seperti Indonesia, perlu

memperkuat edukasi terhadap investor ritel, dan mengawasi promosi kripto yang tidak bertanggung jawab di platform digital agar pertumbuhan pasar tidak berujung pada kerugian masal akibat spekulasi berlebihan. Di sisi lain, untuk negara dengan adopsi *Bitcoin* terbatas, perlu lebih dulu membangun infrastruktur pendukung dan meningkatkan edukasi mendalam mengenai *Bitcoin* sebelum mendorong adopsi *Bitcoin* secara masif. Implementasi sistem peringatan dini juga dapat membantu mencegah pembentukan *bubble* yang ekstrem di berbagai negara. Maka dengan demikian, kolaborasi global antar regulator menjadi kunci dalam menciptakan regulasi yang adaptif yang dapat mengurangi volatilitas *Bitcoin* tanpa menghambat potensi inovasi jangka panjang dalam ekosistem *cryptocurrency*.

Sedangkan untuk pengembangan penelitian selanjutnya, disarankan untuk memperluas periode penelitian dan menambahkan variabel-variabel lain seperti faktor makroekonomi. Selain itu, penggunaan metode analisis yang lebih beragam dan perbandingan dengan *cryptocurrency* lain dapat memberikan pemahaman yang lebih komprehensif tentang pola pembentukan *bubble market*. Dengan pendekatan yang berbasis data dan metode kuantitatif yang lebih tepat, kajian akademik dapat memberikan wawasan yang lebih komprehensif mengenai dinamika pasar kripto.

6. KESIMPULAN

Penelitian ini menunjukkan bahwa *bubble market* pada *Bitcoin* dipengaruhi oleh tiga faktor utama, yaitu volume perdagangan, kapitalisasi pasar, dan sentimen pasar, yang saling berinteraksi dan memperkuat satu sama lain. Secara kuantitatif, model ini mampu menjelaskan variasi *bubble market* sebesar 50,7%, dengan volume perdagangan memberikan kontribusi paling dominan berdasarkan nilai koefisien regresi sebesar 0,920 dan nilai t-hitung tertinggi sebesar 8,135 (signifikansi $0,001 < 0,05$), diikuti oleh kapitalisasi pasar (koefisien 1,026; t-hitung 6,306) dan sentimen pasar (koefisien 0,292; t-hitung 4,359). Seluruh variabel independen terbukti berpengaruh positif dan signifikan terhadap terbentuknya *bubble market* pada *Bitcoin*.

Maka dapat diartikan, lonjakan volume perdagangan sering kali menjadi pemicu awal pembentukan gelembung harga, terutama ketika aktivitas spekulatif meningkat tanpa didukung oleh nilai intrinsik yang jelas. Kapitalisasi pasar yang meningkat juga dapat memberikan ilusi stabilitas, padahal dalam banyak kasus, kenaikan ini lebih mencerminkan pertumbuhan harga daripada pertumbuhan utilitas *Bitcoin* itu sendiri. Selain itu, sentimen pasar yang sangat optimis semakin mempercepat pembentukan *bubble* pada *Bitcoin*, kemudian mendorong investor untuk membeli *Bitcoin* berdasarkan ekspektasi keuntungan jangka pendek tanpa mempertimbangkan analisis fundamentalnya.

Implikasi dari penelitian ini sangat luas, baik bagi investor, regulator, maupun akademisi. Bagi investor, hasil penelitian ini menggarisbawahi pentingnya tidak bergantung pada sinyal pasar seperti volume perdagangan dan kapitalisasi pasar. Maka investor perlu melakukan analisis mendalam terhadap pergerakan volume perdagangan dan kapitalisasi pasar sebelum mengambil keputusan investasi, serta pemantauan tren pasar berbasis data. Bagi regulator, hasil penelitian ini sebagai literatur untuk pertimbangan penyesuaian kebijakan sesuai tingkat adopsi *Bitcoin* di negaranya, dengan fokus pada transparansi, edukasi investor dan pengawasan transaksi. Sementara untuk akademisi, penelitian ini membuka ruang eksplorasi

dengan menambahkan variabel makroekonomi, memperluas cakupan waktu, serta membandingkan dengan aset kripto lain. Penggunaan metode kuantitatif yang lebih beragam seperti VAR, GARCH atau *machine learning* dapat memberikan pemahaman yang lebih komprehensif tentang dinamika pasar kripto. Keterbatasan utama penelitian ini adalah variabel yang terbatas dan periode observasi yang relatif pendek, sehingga studi lanjutan diharapkan dapat menangkap pola jangka panjang dan mengembangkan model prediktif yang lebih akurat. Dengan demikian, hasil penelitian ini memberikan wawasan penting bagi pemangku kepentingan dalam memahami dan memitigasi risiko yang muncul di pasar *Bitcoin* dan aset digital lainnya.

DAFTAR PUSTAKA

- Bappebti. (2021). *Peraturan Bappebti No. 7 Tahun 2020 tentang Penetapan Aset Kripto yang dapat diperdagangkan di Pasar Fisik Aset Kripto*.
- Baur, D. G., Hong, K. H., & Lee, A. D. (2018). Bitcoin: Medium of exchange or speculative assets? *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 54, 177–189. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2017.12.004>
- Bellón, C., & Figuerola-Ferretti, I. (2022). Bubbles in Ethereum. *Finance Research Letters*, 46, 102387. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102387>
- Blanchard, O. J., & Watson, M. W. (1982). *NBER WORKING PAPER SERIES BUBBLES, RATIONAL EXPECTATIONS AND FINANCIAL MARKETS Bubbles, Rational Expectations and Financial Markets*.
- Blau, B. M. (2018). Price dynamics and speculative trading in Bitcoin. *Research in International Business and Finance*, 43, 15–21. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.183>
- Bukovina, J., & Martiček, M. (2016). *Sentiment and Bitcoin Volatility*. <http://vyzc.pef.mendelu.cz/en>
- Chaim, P., & Laurini, M. P. (2019). Is Bitcoin a bubble? *Physica A: Statistical Mechanics and Its Applications*, 517, 222–232. <https://doi.org/10.1016/j.physa.2018.11.031>
- Chiu, J., & Koeppl, T. V. (2018). *The Economics of Cryptocurrencies-Bitcoin and Beyond **.
- Ciaian, P., Rajcaniova, M., & Kancs, d'Artis. (2016). The economics of Bitcoin price formation. *Applied Economics*, 48(19), 1799–1815. <https://doi.org/10.1080/00036846.2015.1109038>
- CoinGecko. (2023). *Data Historis Bitcoin*. CoinGecko.
- CoinMarketCap. (2024). *Data Harga Bitcoin*. CoinMarketCap.
- Cong, L. W., Li, Y., & Wang, N. (2020). *Tokenomics: Dynamic Adoption and Valuation*. <http://www.nber.org/papers/w27222>
- Corbet, S., Lucey, B., Urquhart, A., & Yarovaya, L. (2019). Cryptocurrencies as a financial asset: A systematic analysis. *International Review of Financial Analysis*, 62, 182–199. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.irfa.2018.09.003>
- Corbet, S., Lucey, B., & Yarovaya, L. (2018a). Datestamping the Bitcoin and Ethereum bubbles. *Finance Research Letters*, 26, 81–88. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.frl.2017.12.006>
- Corbet, S., Lucey, B., & Yarovaya, L. (2018b). Datestamping the Bitcoin and Ethereum bubbles. *Finance Research Letters*, 26, 81–88. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2017.12.006>
- Cossiga, D. G. A. (2020). The Sustainability Issue at the Time of the Epidemic. The Abnormal Cycle of Finance. *Theoretical Economics Letters*, 10(04), 946–977. <https://doi.org/10.4236/tel.2020.104056>

- Fry, J. (2018). Booms, busts and heavy-tails: The story of Bitcoin and cryptocurrency markets? *Economics Letters*, 171, 225–229. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2018.08.008>
- Fry, J., & Cheah, E. T. (2016). Negative bubbles and shocks in cryptocurrency markets. *International Review of Financial Analysis*, 47, 343–352. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2016.02.008>
- Ghozali, I. (2021). *APLIKASI ANALISIS MULTIVARIATE Dengan Program IBM SPSS 26 IBM" SPSS" Statistics*.
- Karau, S., & Bundesbank, D. (2021). Monetary Policy and Cryptocurrencies. *Proceedings of Paris December 2021 Finance Meeting EUROFIDAI-ESSEC*. <https://ssrn.com/abstract=3949549>
- Kindleberger, C. P., Aliber, R. Z., & Wiley, J. (2023). *Manias, Panics, and Crashes A History of Financial Crises 8th Edition*.
- Li, T., Shin, D., Wang, B., Agarwal, V., Barber, B., Bachas, N., Barberis, N., Daniel, K., Ben-David, I., Bhattacharya, U., Birru, J., Bolton, P., Brown, D., Brunnermeier, M., Burniske, C., Cong, W., Fos, V., Gervais, S., Hanley, K. W., ... Yu, J. (2021). *Cryptocurrency Pump-and-Dump Schemes We have benefited greatly from comments and suggestions made*. <https://ssrn.com/abstract=3267041>
- Nasir, M. A., Huynh, T. L. D., Nguyen, S. P., & Duong, D. (2019). Forecasting cryptocurrency returns and volume using search engines. *Financial Innovation*, 5(1). <https://doi.org/10.1186/s40854-018-0119-8>
- OECD. (2021). *Taxing virtual currencies: An overview of tax treatments and emerging tax policy issues*.
- Phillips, P. C. B., Shi, S., & Yu, J. (2015). Testing for multiple bubbles: Historical episodes of exuberance and collapse in the S&P 500. *International Economic Review*, 56(4), 1043–1078. <https://doi.org/10.1111/iere.12132>
- Riedl, R., Gschwentner, L., & Krueger, F. (2024). Determinants of trust in Bitcoin: Literature review and results of a survey study. *Telematics and Informatics Reports*, 14. <https://doi.org/10.1016/j.teler.2024.100132>
- Soros, G. (2017). Fallibility, reflexivity, and the human uncertainty principle. *Journal of Economic Methodology*, 20(4), 309–329. <https://doi.org/10.1080/1350178X.2013.859415>
- Spengelink, H. (2018). *The adoption process of cryptocurrencies Identifying factors that influence the adoption of cryptocurrencies from a multiple stakeholder perspective*.
- Statista. (2021). *Bitcoin trading volume in selected countries worldwide in 2021*. Statista.
- Thompson, A. (2025, April 23). *Digital 2025 April Global Statshot Report*. We Are Social USA.
- Wang, Z. (2023). Investor Sentiment and The Stock Market. In *Business, Economics and Management GEFHR* (Vol. 2023).
- Wei, W. C. (2018). Liquidity and market efficiency in cryptocurrencies. *Economics Letters*, 168, 21–24. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2018.04.003>