

BAB II TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Landasan Teori

2.1.1 Portfolio Balance Theory (PBT)

Portfolio Balance Theory (PBT) atau Teori Keseimbangan Portofolio menjelaskan bagaimana pelaku ekonomi membagi kekayaan ke berbagai aset. Teori ini menempatkan keputusan pemegang kekayaan sebagai bagian penting dalam menjelaskan perubahan permintaan dan harga relatif aset. Penyesuaian portofolio terjadi sebagai respons terhadap perubahan kondisi ekonomi.

Pemikiran mengenai pemilihan dan diversifikasi aset berkaitan dengan Modern Portfolio Theory yang dikembangkan oleh Markowitz (1952). Markowitz menjelaskan bahwa investor mempertimbangkan tingkat pengembalian yang diharapkan (*expected return*) dan risiko untuk menentukan kombinasi optimal. Konsep tersebut menjadi dasar bahwa keputusan investasi tidak dilakukan secara terpisah, melainkan berdasarkan keseluruhan portofolio.

Tobin (1969) mengembangkan pendekatan keseimbangan portofolio dalam kerangka teori moneter. Pendekatan ini menekankan bahwa individu mengalokasikan kekayaan ke berbagai aset dengan karakteristik yang berbeda. Kondisi tertentu, perubahan imbal hasil, risiko, maupun karakteristik aset dapat menyebabkan investor mengubah komposisi kekayaannya.

Kerangka tersebut dikembangkan dalam konteks perekonomian terbuka oleh Branson (1977) melalui pendekatan portfolio balance dalam penentuan nilai tukar.

Perekonomian terbuka membuat pemegang kekayaan mempertimbangkan aset domestik dan aset yang berkaitan dengan mata uang asing. Perubahan nilai tukar dan daya tarik relatif aset dapat memengaruhi keputusan alokasi portofolio.

Penelitian ini menggunakan PBT sebagai *Grand Theory* untuk menjelaskan perubahan daya tarik relatif suatu aset. Perubahan tersebut dapat dipengaruhi oleh biaya transaksi, harga aset acuan, dan nilai tukar. Penyesuaian daya tarik aset kemudian mendorong perubahan komposisi portofolio investor. Perubahan daya tarik tersebut kemudian mendorong penyesuaian komposisi portofolio investor.

Total kekayaan investor dapat dialokasikan ke dalam beberapa kelompok aset. Kelompok tersebut mencakup aset domestik, aset berdenominasi valuta asing, serta aset alternatif lainnya. Hubungan tersebut dapat digambarkan sebagai:

$$\mathbf{W} = \mathbf{M} + \mathbf{D} + \mathbf{F} + \mathbf{A}$$

Keterangan:

- **W** = total kekayaan (*total wealth*);
- **M** = aset likuid atau kas domestik;
- **D** = aset finansial domestik;
- **F** = aset berdenominasi valuta asing;
- **A** = aset alternatif lainnya.

Persamaan tersebut merupakan ilustrasi konseptual bahwa kekayaan investor tidak hanya ditempatkan pada satu jenis aset. Kekayaan tersebut dialokasikan ke berbagai aset berdasarkan karakteristik masing-masing.

Saat menentukan komposisi portofolio, investor mempertimbangkan daya tarik relatif (*relative attractiveness*) dari masing-masing aset. Daya tarik tersebut berkaitan

dengan imbal hasil yang diharapkan, risiko, likuiditas, biaya transaksi, serta harga relatif antar-aset. Perubahan salah satu faktor tersebut dapat mengubah keputusan investor untuk mempertahankan atau mengubah komposisi portofolionya.

Perubahan kondisi ekonomi yang memengaruhi karakteristik relatif suatu aset dapat mengganggu keseimbangan portofolio awal. Kondisi tersebut disebut *portfolio disequilibrium*, yaitu keadaan saat komposisi portofolio sebelumnya dianggap optimal, tetapi tidak lagi sesuai dengan situasi yang dihadapi investor. Investor kemudian terdorong melakukan *portfolio rebalancing*, yaitu menyesuaikan kembali komposisi aset menuju struktur yang lebih sesuai dengan kondisi terbaru.

Camanho et al. (2022) menunjukkan hubungan perubahan imbal hasil aset asing dengan *portfolio rebalancing*, arus modal, dan nilai tukar. Penelitian tersebut menunjukkan bahwa *rebalancing* menjadi lebih intens ketika volatilitas nilai tukar meningkat. Penelitian tersebut berfokus pada alokasi ekuitas internasional dan tidak secara langsung menguji pasar aset kripto Indonesia. Temuan tersebut digunakan untuk mendukung mekanisme umum portfolio rebalancing. Hasil penelitian Camanho et al. (2022) bukan merupakan bukti langsung mengenai hubungan nilai tukar rupiah dengan volume transaksi aset digital di Indonesia.

Konteks Indonesia, pendekatan *portfolio balance* digunakan untuk menjelaskan dinamika nilai tukar rupiah terhadap dolar AS (Sitorus, 2016). Penelitian tersebut memberikan konteks bahwa perubahan komposisi aset domestik dan aset asing dapat berkaitan dengan perubahan nilai tukar dalam perekonomian Indonesia.

Berdasarkan kerangka tersebut, penelitian ini mengadaptasi PBT untuk

menjelaskan tiga faktor yang memengaruhi aktivitas perdagangan aset digital, yaitu::

Pajak Kripto (X1) sebagai friksi fiskal yang meningkatkan biaya transaksi dan memengaruhi imbal hasil bersih aset digital;

Harga Bitcoin Global (X2) sebagai harga aset acuan dalam ekosistem aset digital yang memberikan informasi mengenai kondisi dan ekspektasi pasar;

Nilai Tukar Rupiah (X3) sebagai faktor yang memengaruhi harga relatif aset terkait denominasi dolar AS saat dinilai dalam rupiah.

Dalam penelitian ini, *portfolio disequilibrium* dan *portfolio rebalancing* tidak diposisikan sebagai variabel penelitian. Keduanya digunakan sebagai mekanisme teoretis untuk menjelaskan bagaimana perubahan pada X1, X2, dan X3 dapat mendorong perubahan aktivitas perdagangan yang kemudian diamati melalui Volume Transaksi Aset Digital (Y). Kajian mikrostruktur pasar kripto terkini turut menegaskan relevansi biaya transaksi dan likuiditas dalam pembentukan harga di bursa aset digital (Liu et al., 2025; Zhivkov et al., 2026).

PBT tidak digunakan untuk menyatakan bahwa seluruh transaksi aset digital merupakan hasil *portfolio rebalancing*. Volume transaksi dapat berasal dari berbagai motif perdagangan, termasuk investasi, spekulasi, manajemen risiko, dan aktivitas perdagangan lainnya. PBT digunakan sebagai kerangka makro untuk menjelaskan salah satu mekanisme ekonomi yang menghubungkan perubahan kondisi aset dengan keputusan penyesuaian portofolio.

2.1.2 Market Microstructure Theory (MMT)

MMT mempelajari proses perdagangan aset serta mekanisme transaksi di pasar (Lehalle & Laruelle, 2018). Teori ini mencakup biaya transaksi, likuiditas, *bid-ask spread*, beserta kondisi perdagangan yang memengaruhi keputusan pelaku pasar. Pada penelitian ini, teori tersebut digunakan sebagai pendukung untuk menjelaskan hubungan antara Pajak Kripto (X_1) dan Volume Transaksi Aset Digital (Y).

Pajak atas transaksi dapat dipandang sebagai bagian dari biaya atau friksi pasar yang harus diperhitungkan oleh pelaku pasar (Aharon & Qadan, 2022). Peningkatan biaya perdagangan menurunkan keuntungan bersih (*net return*) dalam suatu transaksi. Kondisi tersebut terutama relevan bagi pelaku pasar dengan transaksi berulang atau strategi perdagangan berfrekuensi tinggi (Borri & Shakhnov, 2022).

Hubungan tersebut dapat dijelaskan secara sederhana melalui konsep imbal hasil bersih:

$$\text{Net Return} = \text{Gross Return} - \text{Transaction Cost} - \text{Other Costs}$$

Pajak sebagai bagian dari biaya transaksi meningkatkan total beban yang ditanggung dalam proses perdagangan. Pada asumsi faktor lainnya tetap, kondisi tersebut menurunkan imbal hasil bersih bagi investor melalui aktivitas perdagangan (Makarov & Schoar, 2020). Pada kerangka PBT, perubahan biaya tersebut dapat mengubah daya tarik relatif aset digital dibandingkan dengan alternatif aset lainnya.

Investor kemudian melakukan penyesuaian terhadap keputusan investasinya, salah satunya berupa pengurangan frekuensi eksekusi perdagangan (Suryani & Wijaya, 2023). PBT menjelaskan perubahan alokasi kekayaan secara umum. MMT melengkapi penjelasan dengan menyoroti pengaruh biaya perdagangan terhadap keputusan eksekusi transaksi.

2.1.3 Efficient Market Hypothesis (EMH)

Hipotesis Pasar Efisien dipopulerkan oleh Eugene Fama pada 1970 serta terus berkembang dalam literatur keuangan modern (Moyo & Phiri, 2023). Teori ini menjelaskan hubungan antara ketersediaan informasi, guncangan fundamental global (X), tingkat aktivitas, serta volume transaksi aset digital (Y). Guncangan fundamental global yang dimaksud mencakup pergerakan harga Bitcoin global dan nilai tukar USD/IDR. Kerangka teoretis tersebut menjelaskan hubungan informasi eksternal terhadap volume perdagangan melalui penyesuaian ekspektasi. Mekanisme reaksi turut melibatkan penyeimbangan kembali portofolio (*portfolio rebalancing*) oleh investor rasional (Fama, 1970).

Hubungan kausalitas diperkuat oleh berbagai temuan penelitian terdahulu. Studi Moyo & Phiri (2023) serta Sarker & Wang (2022) menunjukkan bahwa informasi makroekonomi dan perubahan harga aset acuan memicu peningkatan trading volume melalui respons pelaku pasar. Hubungan logis dapat dijelaskan melalui kondisi ketika informasi baru atau guncangan eksternal terjadi, seperti apresiasi/depresiasi harga Bitcoin global maupun fluktuasi kurs USD/IDR.

Pelaku pasar perlu segera memproses informasi sekaligus menyesuaikan posisi risiko untuk kembali ke titik keseimbangan optimal. Proses penyesuaian massal ini diwujudkan melalui peningkatan frekuensi maupun ukuran transaksi jual-beli di pasar.

Dinamika informasi global serta variabel makroekonomi (X) memengaruhi volume transaksi aset digital (Y). EMH digunakan sebagai teori pendukung yang melengkapi PBT sebagai *grand theory*. PBT menjelaskan perubahan alokasi kekayaan investor akibat biaya transaksi. EMH menjelaskan penyerapan informasi pasar, sehingga memengaruhi kecepatan maupun besaran penyesuaian volume transaksi.

2.1.4 Konsep Volume Transaksi Aset Digital

Volume transaksi merupakan indikator likuiditas berupa nilai aset berpindah tangan antara penjual dan pembeli dalam periode tertentu. Volume perdagangan mencerminkan derajat kesepakatan atau ketidaksepakatan pelaku pasar mengenai nilai intrinsik suatu aset pada saat tertentu. Moyo & Phiri (2023) menyatakan volume transaksi mencerminkan kekuatan tren serta kepercayaan investor terhadap stabilitas pasar.

Pada pasar aset digital dengan volatilitas tinggi, volume transaksi sering menjadi “bahan bakar” pergerakan harga. Volume besar menunjukkan partisipasi luas dari berbagai segmen investor, baik ritel maupun institusional, sehingga menciptakan pasar likuid. Sebaliknya, penurunan volume transaksi sering kali

mengindikasikan adanya sikap *wait-and-see* dari investor, akibat ketidakpastian regulasi atau kurangnya sentimen positif di pasar. Pemahaman dinamika volume penting karena volume rendah dapat membuat pasar rentan terhadap manipulasi maupun guncangan harga ekstrem.

2.1.5 Kebijakan Pajak Aset Kripto (PMK 68/2022)

PMK Nomor 68/2022 mengatur kebijakan fiskal aset digital di Indonesia melalui pengenaan PPN serta PPh atas transaksi kripto. Kebijakan pajak dipandang sebagai instrumen kedaulatan negara untuk mengatur ekosistem ekonomi serta memastikan keadilan distribusi pendapatan. Literatur keuangan dan akuntansi mengategorikan pajak sebagai *frictional cost* atau gangguan pasar yang dapat mengubah perilaku ekonomi individu.

Pengenaan pajak atas transaksi kripto memberikan dampak langsung pada struktur biaya bagi investor domestik. Pengambilan keputusan investasi melibatkan perhitungan *expected return* setelah dikurangi beban pajak. Beban pajak yang terlalu tinggi atau tidak kompetitif dapat mendorong pergeseran aktivitas ekonomi (*economic shift*) menuju pasar lain. Hal ini dapat menurunkan volume transaksi di bursa resmi Pedagang Fisik Aset Kripto (PFAK) karena investor mencari pasar dengan biaya lebih rendah. Kebijakan pajak berfungsi sebagai sumber penerimaan sekaligus variabel penentu daya saing pasar kripto nasional dalam jangka panjang.

2.1.6 Harga Bitcoin Global dan Nilai Tukar (USD/IDR)

Harga Bitcoin global menjadi *market leader* yang memengaruhi aset digital melalui sentimen pasar. Bitcoin sebagai aset dengan kapitalisasi pasar terbesar sering menciptakan efek riak (*spillover effect*) ke aset digital lainnya. Kenaikan harga global signifikan sering memicu fenomena *Fear of Missing Out* (FOMO) di kalangan investor. Kondisi tersebut mendorong peningkatan aktivitas perdagangan untuk mengejar keuntungan jangka pendek (Narayanasamy et al., 2023).

Nilai tukar USD/IDR mencerminkan stabilitas moneter sekaligus daya beli relatif investor domestik. Mayoritas aset digital dipatok dalam dolar AS, sehingga fluktuasi rupiah memengaruhi biaya perolehan investor Indonesia. Mumtaz et al. (2025) menyatakan nilai tukar berkaitan dengan permintaan uang serta strategi lindung nilai. Depresiasi rupiah mendorong investor mencari aset digital sebagai sarana lindung nilai (*hedging*) atau alternatif penyimpanan kekayaan. Interaksi antara sentimen harga global dan kondisi moneter domestik inilah yang secara kolektif menentukan fluktuasi volume transaksi aset digital di pasar Indonesia.

2.2 Penelitian Terdahulu

Penelitian mengenai dinamika aset digital telah berkembang pesat seiring dengan meningkatnya adopsi kripto secara global. Bagian ini merangkum beberapa penelitian kunci sebagai dasar analisis hubungan volume transaksi,

harga, faktor makroekonomi. Uraian juga menjelaskan posisi penelitian dalam literatur yang ada.

Moyo & Phiri (2023) menguji hubungan harga dan volume Bitcoin menggunakan *time-varying spectral analysis*. Studi ini menemukan bahwa terdapat korelasi yang sangat kuat antara pergerakan harga dan volume transaksi, terutama dalam jangka panjang setelah tahun 2019. Temuan Moyo & Phiri (2023) mendukung harga Bitcoin global sebagai variabel utama pendorong aktivitas perdagangan pasar domestik Indonesia.

Narayanasamy et al. (2023) meneliti pengaruh sentimen serta volatilitas pada perilaku pasar kripto. Penelitian tersebut menemukan bahwa volume transaksi sering meledak sebagai respons atas sentimen pasar ekstrem akibat fluktuasi harga signifikan. Mumtaz et al. (2025) mengkaji hubungan mata uang kripto dengan permintaan uang (money demand) dalam konteks makroekonomi dan kebijakan moneter. Penelitian tersebut menunjukkan aset digital memengaruhi fungsi uang, sehingga nilai tukar bersama suku bunga berdampak pada volume transaksi kripto. Lingkup domestik Indonesia, Rizvi dan Ali (2022) mengeksplorasi peluang diversifikasi pada aset kripto syariah. Penelitian ini menyoroti karakteristik investor Indonesia cenderung mencari instrumen perlindungan nilai terhadap risiko pasar tradisional.

Temuan tersebut relevan dengan nilai tukar rupiah; volume transaksi diprediksi meningkat saat nilai tukar domestik tidak stabil. Penelitian terdahulu banyak membahas hubungan harga dan volume, tetapi kajian dampak pajak kripto

bersama faktor eksternal di Indonesia pasca-PMK 68/2022 masih terbatas.

Berikut adalah ringkasan Penelitian terdahulu yang relevan dengan variabel penelitian:

Tabel 2. 1 Telaah Hasil Penelitian Sebelumnya

Nama Penelitian (Peneliti & Tahun)	Tujuan Penelitian	Metode Riset & Teori	Temuan Penelitian
Relations among Bitcoin Futures, Bitcoin Spot, Investor Attention, and Sentiment (Narayanasamy et al., 2023)	Menyelidiki hubungan timbal balik antara harga <i>futures</i> Bitcoin, harga <i>spot</i> , perhatian investor, dan sentimen pasar.	Metode: Model <i>Vector Autoregression</i> (VAR), uji kausalitas Granger, dan fungsi <i>impulse response</i> . Teori: Efisiensi pasar dan perilaku investor.	Harga <i>futures</i> dan <i>spot</i> Bitcoin saling mempengaruhi secara kuat. Perhatian investor dan sentimen memiliki dampak signifikan terhadap volatilitas harga Bitcoin.
Co-movement and Granger causality between Bitcoin and M2, inflation and economic policy uncertainty (Sarker & Wang, 2022)	Menganalisis hubungan pergerakan bersama dan kausalitas antara Bitcoin dengan jumlah uang beredar (M2), inflasi, dan ketidakpastian kebijakan ekonomi (EPU) di Inggris dan Jepang.	Metode: <i>Wavelet coherence</i> , <i>Toda-Yamamoto</i> , dan uji kausalitas Granger non-linear. Teori: Hubungan makroekonomi dan instrumen lindung nilai (<i>hedging</i>).	Harga Bitcoin mempengaruhi M2 dan inflasi di kedua negara. Dalam jangka pendek, inflasi berdampak positif pada Bitcoin, mendukung peran Bitcoin sebagai instrumen lindung nilai inflasi.
Re-Examining Bitcoin's Price–Volume Relationship: A Time-Varying	Meneliti hubungan antara volume perdagangan dan harga Bitcoin	Metode: <i>Continuous Wavelet Transforms</i> (CWT)	Terdapat hubungan jangka panjang yang kuat antara harga dan volume setelah tahun 2019.

Nama Penelitian (Peneliti & Tahun)	Tujuan Penelitian	Metode Riset & Teori	Temuan Penelitian
Spectral Analysis (Moyo & Phiri, 2023)	melintasi ruang waktu dan frekuensi.	menggunakan data harian periode 2014-2023. Teori: Efisiensi pasar dan teori hubungan harga-volume.	Fluktuasi volume cenderung mempengaruhi harga dalam jangka pendek, sementara harga mempengaruhi volume dalam jangka panjang.
Do Islamic Cryptocurrencies Provide Diversification Opportunities to Indonesian Islamic Investors? (Rizvi & Ali, 2022)	Menguji apakah mata uang kripto berbasis emas (syariah) memberikan manfaat diversifikasi bagi investor Muslim di Indonesia selama masa pandemi.	Metode: <i>M-GARCH-DCC</i> dan <i>Continuous Wavelet Transforms</i> (CWT). Teori: Teori portofolio modern dan keuangan syariah.	Krisis COVID-19 meningkatkan efek <i>spillover</i> antara kripto syariah dan saham syariah. Namun, investor Indonesia tetap dapat menggunakan kripto ini untuk meminimalkan risiko sektor ekuitas selama pandemi.
Analisis Kebijakan Pemajakan atas Transaksi Perdagangan Aset Kripto di Indonesia (Afani & Tambunan, 2022)	Mendeskripsikan kebijakan pajak kripto di Indonesia dan menganalisisnya berdasarkan prinsip-prinsip pemajakan.	Metode: Kualitatif dengan studi literatur. Teori: Prinsip keadilan, efisiensi, dan produktivitas dalam pemajakan (Hukum Pajak).	Pajak dengan mekanisme khusus dikenakan pada transaksi perdagangan dan penambangan kripto. Pengenaan pajak dianggap memberikan kepastian hukum namun perlu memperhatikan pertumbuhan inovasi kripto.

Nama Penelitian (Peneliti & Tahun)	Tujuan Penelitian	Metode Riset & Teori	Temuan Penelitian
Trading volume and liquidity provision in cryptocurrency markets (Bianchi et al., 2022)	Menguji apakah imbal hasil dari penyediaan likuiditas terkonsentrasi pada pasangan perdagangan dengan aktivitas pasar rendah.	Metode: Regresi panel, strategi pembalikan jangka pendek (<i>short-term reversal</i>). Teori: <i>Inventory risk</i> dan <i>Adverse selection</i> .	Imbal hasil dari penyediaan likuiditas lebih tinggi pada pasangan kripto yang kecil, volatil, dan kurang likuid. Interaksi volume dan return memiliki daya prediksi kuat.
ardl: Estimating autoregressive distributed lag and equilibrium correction models (Kripfganz & Schneider, 2023)	Memperkenalkan perintah ardl di Stata untuk estimasi model lag terdistribusi autoregresif dan koreksi keseimbangan.	Metode: Pengembangan perangkat lunak ekonometrika (Stata), prosedur <i>bounds-testing</i> . Teori: Kointegrasi dan hubungan jangka panjang.	Perintah ini memudahkan peneliti menentukan lag optimal (AIC/BIC) dan memisahkan efek jangka panjang serta pendek secara otomatis dalam model ARDL.
Revisiting the Dynamic Connectedness, Spillover and Hedging Opportunities Among Cryptocurrency, Commodities, and Islamic Stock Markets (Mezghani et al., 2024)	Menyelidiki interkoneksi dinamis dan peluang <i>hedging</i> antara kripto, komoditas, dan pasar saham syariah selama perang Rusia-Ukraina & COVID-19.	Metode: <i>DCC-GARCH</i> dan model <i>Spillover connectedness</i> . Teori: Diversifikasi portofolio dan <i>Safe-haven assets</i> .	Bitcoin memiliki korelasi negatif dengan pasar saham syariah, menjadikannya aset pelindung nilai (<i>safe haven</i>). Manfaat diversifikasi Bitcoin meningkat selama masa turbulensi pasar.

Nama Penelitian (Peneliti & Tahun)	Tujuan Penelitian	Metode Riset & Teori	Temuan Penelitian
Does Bitcoin Affect Term Deposits? Evidence from MINT Countries (Baş et al., 2023)	Meneliti dampak volume Bitcoin terhadap investasi deposito berjangka di negara-negara MINT (Meksiko, Indonesia, Nigeria, Turki).	Metode: (ECM). Teori: Substitusi mata uang (<i>currency substitution</i>).	Terdapat hubungan negatif antara volume Bitcoin dan deposito di Indonesia, Nigeria, dan Turki. Investor di negara ekonomi tidak stabil cenderung beralih dari deposito ke Bitcoin.
Cryptocurrencies, Money Demand, and Monetary Policy (Mumtaz et al., 2025)	Menganalisis bagaimana mata uang kripto mempengaruhi permintaan uang dan efektivitas kebijakan moneter.	Metode: Model ARDL, uji kointegrasi, dan analisis stabilitas permintaan uang. Teori: Teori Permintaan Uang dan Kebijakan Moneter.	Adopsi kripto mengurangi permintaan uang tradisional (M2). Hal ini menjadi tantangan bagi bank sentral karena dapat melemahkan transmisi kebijakan moneter melalui suku bunga.
Jakarta Interbank Spot Dollar Rate (JISDOR) as The Reference Rate: Is It Effective? (Marwadi & Rokhim, 2016)	Mengevaluasi efektivitas JISDOR sebagai kurs acuan dibandingkan dengan kurs pasar (spot) dan kurs NDF di pasar internasional.	Metode: (VECM). Teori: Efisiensi pasar dan transmisi informasi harga.	JISDOR terbukti efektif sebagai kurs referensi di Indonesia. Terdapat hubungan jangka panjang yang kuat antara JISDOR, kurs spot, dan NDF, di mana JISDOR memiliki pengaruh dominan dalam stabilisasi ekspektasi pasar.

Nama Penelitian (Peneliti & Tahun)	Tujuan Penelitian	Metode Riset & Teori	Temuan Penelitian
Cryptocurrency Regulation and Market Quality (Griffith & Clancey-Shang, 2023)	Menganalisis dampak pelarangan kripto di China tahun 2021 terhadap harga, volatilitas, dan likuiditas pasar kripto global.	Metode: <i>Vector Autoregression</i> (VAR) dan analisis <i>event study</i> . Teori: <i>Market Quality</i> dan dampak regulasi.	Larangan tersebut menyebabkan penurunan harga yang persisten dan penurunan likuiditas secara drastis. Berbeda dengan larangan 2017, kebijakan 2021 memiliki efek jangka panjang yang merusak kualitas pasar kripto global.
Price discovery in the cryptocurrency market: evidence from institutional activity (Doan et al., 2021)	Meneliti peran kontrak berjangka (<i>futures</i>) dalam proses penemuan harga Bitcoin dan dampaknya terhadap korelasi dengan aset tradisional.	Metode: <i>Information Shares</i> (IS) dan estimasi deret waktu (<i>time series</i>). Teori: <i>Price Discovery</i> dan aktivitas institusional.	Perdagangan berjangka oleh investor institusi berkontribusi signifikan terhadap penemuan harga Bitcoin. Aktivitas ini menurunkan korelasi Bitcoin dengan saham (S&P500) dan emas, namun meningkatkan korelasi dengan obligasi.

Nama Penelitian (Peneliti & Tahun)	Tujuan Penelitian	Metode Riset & Teori	Temuan Penelitian
Cryptocurrency Trading: A Comprehensive Survey (Fang et al., 2022)	Memberikan tinjauan menyeluruh terhadap literatur perdagangan kripto, termasuk sistem, strategi, dan manajemen risiko.	Metode: Survei literatur sistematis (146 makalah penelitian). Teori: <i>Portfolio Construction</i> dan <i>Technical Trading</i> .	Pasar kripto memiliki volatilitas ekstrem & gelembung harga yang memerlukan strategi manajemen risiko berbeda dari aset tradisional. Studi menyoroti pentingnya sinyal perdagangan dan sentimen media sosial.
Global Trends in Cryptocurrency Regulation	Menganalisis variasi kebijakan regulasi kripto global.	Metode: Analisis komparatif kualitatif. Teori: Digital Governance & Kebijakan Publik.	Terjadi fragmentasi regulasi global; diperlukan harmonisasi standar internasional untuk efektivitas.
Bitcoin Adoption and Price Elasticity of Demand	Menyelidiki adopsi global Bitcoin melalui elastisitas harga permintaan.	Metode: Regresi Robust Huber & Analisis Data Panel. Teori: Ekonomi Mikro (Elastisitas) & Teori Adopsi Teknologi.	Negara berkembang memiliki permintaan inelastis (kebutuhan), negara maju lebih elastis (investasi).
The Impact of Regulation on Volatility (China)	Menguji dampak regulasi Tiongkok terhadap volatilitas saat pandemi.	Metode: Model GARCH & <i>Event Study Analysis</i> . Teori: Hipotesis Pasar Efisien (EMH) & Behavioral Finance.	Regulasi meningkatkan volatilitas dan menurunkan likuiditas, terutama selama guncangan pandemi.

Nama Penelitian (Peneliti & Tahun)	Tujuan Penelitian	Metode Riset & Teori	Temuan Penelitian
Technical Trading and Cryptocurrencies	Menguji profitabilitas aturan perdagangan teknis pada aset kripto.	Metode: <i>Backtesting & White's Reality Check</i> . Teori: Analisis Teknikal & Random Walk Hypothesis.	Aturan teknis menawarkan profitabilitas signifikan dan lebih unggul dibanding strategi <i>buy-and-hold</i> .
Price Stability of Cryptocurrencies...	Menilai stabilitas kripto sebagai alat pembayaran.	Metode: <i>Müller-Watson filtering & Dynamic Time-Warping</i> . Teori: Teori Moneter & Model Black-Scholes.	Setelah fluktuasi jangka pendek difilter, harga kripto utama terbukti stabil mirip aset keuangan tradisional.
Cryptocurrency Regulation as a Strategic Game	Memodelkan interaksi antara regulator dan pelarian modal.	Metode: Simulasi Monte Carlo & Persamaan Diferensial. Teori: Teori Permainan (Game Theory) & Keseimbangan Nash.	Regulasi agresif di awal memicu pelarian modal sementara, namun menciptakan stabilitas jangka panjang.

Sumber: Diolah dari berbagai jurnal, 2022–2025

Penelitian terdahulu memberikan fondasi kuat, tetapi masih terdapat keterbatasan yang memerlukan penelitian lebih lanjut. Studi Moyo & Phiri (2023) dan Narayanasamy et al. (2023) berfokus pada hubungan harga-volume global, belum mengintegrasikan pajak kripto sebagai hambatan transaksi domestik. Afani & Tambunan (2022) mengkaji PMK 68/2022 secara kualitatif, belum menguji

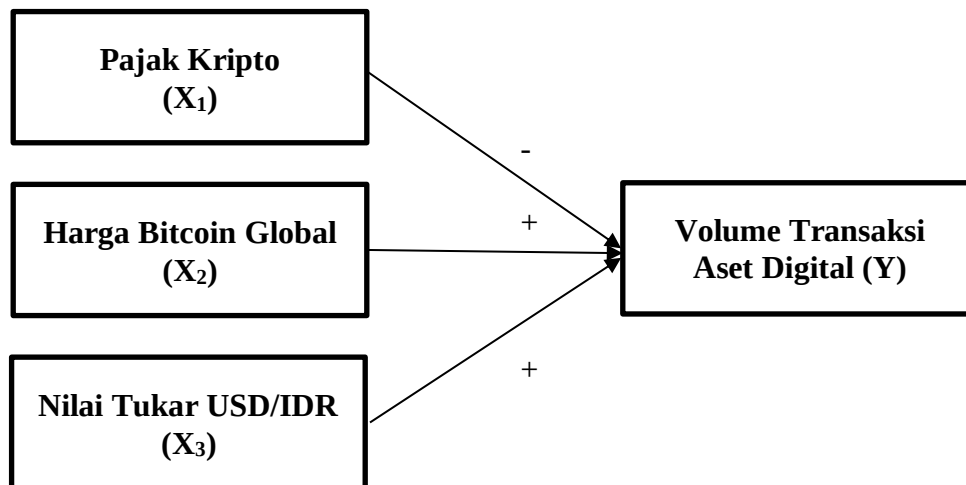
dampak empirisnya terhadap volume transaksi pasca-implementasi. Marwadi & Rokhim (2016) bersama Mumtaz et al. (2025) belum mengkaji interaksi nilai tukar, permintaan uang, sentimen harga global di Indonesia selama 2022–2025. Hubungan pajak, harga global, volume belum diuji simultan melalui satu model ekonometrika di Indonesia.

Penelitian ini berfokus pada pengaruh Pajak Kripto (PK), Harga Bitcoin Global (HB), serta Nilai Tukar Rupiah (NT) terhadap Volume Transaksi (VT) untuk mengisi keterbatasan riset terdahulu. Integrasi kebijakan fiskal domestik bersama variabel pasar global memberikan pemahaman lebih komprehensif terkait pengaruh beban pajak beserta kondisi makroekonomi pada minat transaksi masyarakat. Mekanisme hubungan pajak, harga global, volume belum diuji simultan melalui satu model ekonometrika komprehensif di Indonesia. Penelitian ini diharapkan mengisi kesenjangan literatur sekaligus memberi implikasi kepada otoritas pajak dan regulator dalam merumuskan kebijakan berkelanjutan bagi ekosistem aset digital nasional.

2.3 Kerangka Konseptual

Sub-bab ini menyajikan visualisasi serta deskripsi sistematis hubungan antar konsep penelitian. Uraian tersebut menggambarkan pengaruh faktor fiskal, pasar global, moneter terhadap dinamika aset digital. Kerangka konseptual ini membantu pembaca memahami alur pemikiran penelitian dalam memetakan respons volume transaksi terhadap guncangan eksternal serta regulasi domestik.

MMT dan EMH digunakan sebagai dasar model. Model ini menjelaskan bagaimana biaya transaksi dan aliran informasi diinterpretasikan oleh pelaku pasar di Indonesia. Kerangka konseptual model penelitian dapat dilihat pada Gambar 2.1 berikut ini.



Gambar 2. 1 Kerangka Konseptual Model Penelitian

Gambar 2.1 menunjukkan model konseptual penelitian. Model mencakup Pajak Kripto, Harga Bitcoin Global, Nilai Tukar USD/IDR, serta Volume Transaksi Aset Digital. Berikut adalah penjelasan logika hubungan antar variabel berdasarkan representasi visual ini:

1. Pengaruh Pajak Kripto terhadap Volume Transaksi: Garis panah mengarah dari kotak "Pajak Kripto" ke kotak "Volume Transaksi Aset Digital". Arah tersebut mengindikasikan pengaruh langsung kebijakan fiskal terhadap aktivitas perdagangan. Logikanya adalah bahwa pengenaan pajak berdasarkan PMK 68/2022 bertindak sebagai biaya transaksi (*transaction cost*) yang mengecilkan

margin keuntungan investor. Beban pajak tinggi mendorong investor mengurangi frekuensi transaksi, sehingga menekan volume perdagangan di bursa domestik.

2. Pengaruh Pengaruh Harga Bitcoin Global terhadap Volume Transaksi. Garis panah menunjukkan arah pengaruh Harga Bitcoin Global menuju Volume Transaksi Aset Digital. Arah tersebut menunjukkan transmisi sentimen pasar internasional ke pasar nasional. Bitcoin berperan sebagai aset acuan (*benchmark*) dengan fluktuasi harga global menjadi sinyal informasi bagi investor. Kenaikan harga signifikan memicu efek momentum, meningkatkan optimisme serta partisipasi pasar sehingga mendorong volume transaksi.
3. Pengaruh Nilai Tukar USD/IDR terhadap Volume Transaksi. Garis panah menunjukkan hubungan nilai tukar dengan keputusan alokasi aset. Logikanya adalah pergerakan nilai tukar rupiah terhadap dolar AS memengaruhi persepsi risiko dan daya beli relatif. Fluktuasi nilai tukar mendorong investor menggunakan aset digital sebagai alternatif lindung nilai (*hedging*), sehingga meningkatkan aktivitas transaksi domestik. Lebih rinci logika hubungan antar variabel tersebut dapat dijelaskan dalam sub bab Hipotesis penelitian berikut ini.

2.4 Hipotesis Penelitian

Tinjauan pustaka, landasan teori, dan kerangka konseptual menjadi dasar dalam penelitian ini. Hipotesis dirumuskan untuk menguji hubungan antarvariabel yang

diteliti. Hipotesis tersebut dirumuskan sebagai berikut:

2.4.1 Pengaruh Pajak Kripto terhadap Volume Transaksi Aset Digital

Pajak kripto melalui PMK 68/2022 merupakan intervensi eksternal yang mengubah struktur biaya aset digital di Indonesia. Perspektif ekonomi memandang setiap individu sebagai agen rasional yang berusaha memaksimalkan keuntungan bersih. Peningkatan biaya transaksi akibat PPh dan PPN menggerus margin keuntungan yang diharapkan investor. Kondisi ini menciptakan disinsentif bagi para pelaku pasar, terutama pedagang harian (*day traders*) yang mengandalkan frekuensi transaksi tinggi dengan selisih keuntungan tipis.

Berdasarkan MMT, friksi biaya seperti pajak dapat menurunkan daya saing bursa domestik. Kondisi ini berpotensi mendorong pergeseran volume transaksi ke platform luar negeri yang memiliki beban biaya lebih rendah. Hal ini konsisten terhadap temuan Bianchi et al. (2022), di mana penelitian tersebut menunjukkan bahwa biaya transaksi yang tinggi berbanding terbalik dengan likuiditas pasar. Penelitian ini memprediksi bahwa kebijakan pajak kripto menjadi faktor penghambat yang menekan aktivitas perdagangan di pasar nasional. Berdasarkan logika tersebut, diajukan hipotesis sebagai berikut:

H1: Pajak Kripto berpengaruh negatif terhadap Volume Transaksi Aset Digital di Indonesia.

2.4.2 Pengaruh Harga Bitcoin Global terhadap Volume Transaksi Aset Digital

Harga Bitcoin global menjadi variabel eksternal yang mencerminkan kondisi psikologis dan sentimen pasar. Posisi Bitcoin sebagai pemimpin pasar (*market leader*) membuat fluktuasi harganya sering menjadi indikator bagi investor. Perubahan harga Bitcoin mencerminkan tren masa depan ekosistem aset digital. Proses ini menunjukkan bahwa kenaikan harga global sering kali memicu respons emosional berupa optimisme atau fenomena FOMO. Investor cenderung melihat kenaikan harga sebagai peluang untuk memperoleh keuntungan, sehingga mereka secara aktif meningkatkan aktivitas jual-beli.

Menurut EMH, volume transaksi mencerminkan penyerapan informasi harga oleh pasar. Penelitian Moyo & Phiri (2023) menunjukkan hubungan kausalitas kuat, di mana pergerakan harga global menjadi faktor utama pemicu lonjakan volume perdagangan. Tren positif harga Bitcoin global menciptakan efek momentum yang menarik partisipasi investor untuk masuk ke pasar. Peningkatan harga global diasumsikan akan diikuti oleh peningkatan aktivitas pasar di Indonesia. Berdasarkan logika tersebut, diajukan hipotesis sebagai berikut:

H2: Harga Bitcoin Global berpengaruh positif terhadap Volume Transaksi Aset Digital di Indonesia.

2.4.3 Pengaruh Nilai Tukar USD/IDR terhadap Volume Transaksi Aset Digital

Nilai tukar rupiah terhadap dolar AS mencerminkan stabilitas moneter

domestik dan daya beli relatif investor. Perspektif makroekonomi memandang aset digital sebagai instrumen alternatif dengan karakteristik lindung nilai (*safe-haven*) karena nilainya dipatok secara global dalam Dolar AS. Depresiasi atau volatilitas tinggi rupiah sering diinterpretasikan sebagai peningkatan risiko sistemik pada mata uang domestik. Individu, sebagai upaya melindungi nilai kekayaannya, akan mencari aset yang dapat mempertahankan daya beli mereka terhadap mata uang asing.

Menurut Mumtaz et al. (2025), dinamika moneter berhubungan erat dengan permintaan aset digital sebagai sarana perlindungan nilai (*hedging*). Tekanan pada nilai tukar domestik meningkatkan persepsi risiko mata uang fiat dan memicu perpindahan modal dari instrumen tradisional ke aset digital. Aktivitas "pelarian menuju kualitas" (*flight to quality*) inilah yang secara teoretis akan mendorong lonjakan aktivitas transaksi di pasar kripto nasional saat kondisi ekonomi moneter tidak menentu. Berdasarkan logika tersebut, diajukan hipotesis sebagai berikut:

H3: Nilai Tukar USD/IDR berpengaruh positif terhadap Volume Transaksi Aset Digital di Indonesia.