

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1 Teori *Market microstructure*

Market microstructure adalah studi tentang bagaimana pasar membentuk suatu harga, bagaimana *market makers* (dealer) memperoleh kompensasi, dan bagaimana memasukkan private information dalam level harga keseimbangan. Studi ini merupakan cerminan bahwa praktisi keuangan selalu menaruh perhatian pada biaya operasional yang senyatanya ada di pasar. Para akademisi mungkin dapat memakai asumsi yang mengabaikan financial dan opportunity cost yang berkaitan dengan perdagangan serta mengabaikan kemungkinan munculnya pemain pasar yang better informed, namun para praktisi tidak. Ketika akademisi melakukan studi tentang *market microstructure* maka mereka tidak dapat lagi memakai asumsi-asumsi tersebut. Studi ini telah menyatukan pendapat antara praktisi dengan akademisi.

Riset tentang microstructure dapat dikelompokkan menjadi dua aliran. Pertama, market structure / spread models yaitu studi tentang bagaimana perbedaan nilai dari dua struktur pasar yang berbeda (monopoly specialist vs multiple dealer markets dan electronic order book vs human dealer markets) dan mengkaji faktor penentu besarnya bid-ask spread yang diperoleh dealer pada pasar yang berbeda. Kedua, price formation models yaitu studi yang menganalisis bagaimana private information tercermin dalam harga saham dan studi tentang bagaimana hubungan antar trade size, trading volume dan price level.

Penggagas awal dari model market structure / spread adalah Ho dan Stoll (1981) yang mengembangkan model untuk seorang dealer yang beroperasi dalam kondisi ketidakpastian return dan transaksi. Mereka menyatakan bahwa salah satu komponen dari bid ask spread yang ditetapkan oleh dealer merupakan kompensasi dari kerelaan dealer untuk menyimpan portofolio yang berbeda dari keinginan semula karena telah terjadinya transaksi. Inventory cost component dari spread ini merupakan return yang diminta dealer karena harus menyimpan sekuritas yang tidak diinginkannya. Di samping inventory cost, komponen spread yang juga diminta dealer adalah order cost component yaitu berupa kompensasi dan layanan likuiditas dealer sehingga terjadi order. Model ini dikembangkan oleh Ho dan Stoll (1983) dengan memakai kerangka banyak dealer. Perkembangan selanjutnya, Copeland dan Galai (1983) memasukkan komponen baru berupa risiko

adanya pemain yang memiliki informasi yang tidak dipublikasikan namun relevan berpengaruh terhadap nilai saham. Komponen ini dinamakan adverse selection component. Sementara itu berkaitan dengan berbedanya struktur pasar banyak penelitian yang menemukan bahwa pasar dengan multiple dealer dan sistem perdagangan terkomputerisasi lebih disukai. Namun, temuan Christie dan Schultz (1994) yang menunjukkan bahwa multiple dealer lebih disukai diragukan validasinya karena adanya kolusi antar NASDAQ market leader untuk menjaga seolah-olah spread-nya tinggi. Sementara itu, Glosten (1994) menyatakan bahwa otomatisasi perdagangan memang suatu yang tidak terhindarkan karena banyaknya transaksi. Untuk itu, tidak sepatutnya dibandingkan dengan sistem perdagangan manual.

Literatur tentang price formation muncul untuk memecahkan dilema tentang bagaimana harga terbentuk. Grossman dan Stiglitz (1980) menunjukkan bahwa pasar yang efisien secara informasi tidak akan pernah ada. Pada pasar yang efisien, tidak ada insentif bagi seseorang untuk berinvestasi pada penggalian informasi di mana informasi yang relevan selalu tersedia bagi semua orang tanpa biaya. Jika tidak ada keinginan seseorang untuk mencari informasi, bagaimana informasi dapat tercermin dalam harga? Kyle (1985) menyusun model yang menjelaskan bagaimana pemain dengan private information dapat mengambil untung dengan bertransaksi secara strategis dalam setting multi period. Dalam model Kyle ada tiga tipe pemain:

- (1) satu insider yang risk neutral
- (2) pemain-pemain yang uninformed yang pemunculannya random
- (3) dealer-dealer yang risk neutral dan kompetitif.

Kyle menunjukkan bahwa insider dapat mengambil untung dengan cara melakukan transaksi kecil-kecil selama beberapa periode, sehingga tidak terdeteksi bahwa dia memiliki private information. Hal ini menjadi penjelasan yang logis dari temuan sebelumnya bahwa ada hubungan negatif antara trade size dan trade price. Pengembangan yang lain dari price information model adalah dalam menjelaskan berbagai keajekan dalam intraday trading yang telah terdokumentasi oleh beberapa peneliti termasuk kecenderungan bahwa trading volume dan return variance relatif tinggi pada pembukaan dan penutupan perdagangan. Admati dan Pfleiderer (1988) membuat model tentang intraday volume dan price variability, di mana pola U-shaped pada intraday trading volume muncul karena adanya perilaku strategik dari liquidity traders (investor yang bertransaksi karena alasan likuiditas) dan informed traders. Temuan teoritis yang mereka munculkan adalah adanya

discretionary liquidity traders yang seperti *informed traders*, dapat mengatur kapan akan melakukan perdagangan dan mereka juga lebih menyukai bertransaksi pada saat volume perdagangan paling tinggi.

2.2 *Cryptocurrency*

Cryptocurrency adalah aset virtual atau digital yang digunakan orang untuk transaksi pembelian barang dan jasa (Sihombing, Rizky Nasution, and Sadalia 2021) *Cryptocurrency* juga dapat digunakan sebagai investasi dan media pembayaran yang memungkinkan transaksi uang secara privat, cepat, dan murah di antara menggunakan platform atau bank. sebelum bertransaksi dengan aset kripto, terlebih dahulu menggunakan mata uang fiat (mata uang sah) untuk menukar dengan aset kripto. Mata uang yang berbentuk digital tersebut memiliki sistem keamanan yang sangat ketat sehingga sangat sulit untuk ditiru atau dipalsukan. Mata uang digital (*Cryptocurrency*) secara teori adalah mata uang yang kebal terhadap campur tangan pemerintah karena tidak berasal dan dibuat dari negara manapun. Konsep *Cryptocurrency* sendiri pada awalnya adalah mata uang yang dikontrol oleh kode dan bukan oleh otoritas sentral suatu negara. *Cryptocurrency* pertama dan terpopuler di dunia adalah Bitcoin, yang diluncurkan pada awal tahun 2009 oleh pengembang yang tidak dikenal bernama Satoshi Nakamoto (Spenkelink, 2014).

Sejak Bitcoin dimulai, pasar *Cryptocurrency* telah berkembang dan aset crypto itu sendiri (ada lebih dari 13.000 dan berpotensi bertambah terus) telah menjadi penting bagi bisnis global di seluruh dunia sebagai media pertukaran/pembayaran dan penyimpan nilai. *Cryptocurrency* yang ada saat ini mengikuti sebagian besar beberapa karakteristik (Sihombing, Rizky Nasution, and Sadalia 2021) Ciri-ciri tersebut antara lain:

- a. Koneksi Peer-to-Peer dan skema transfer data dan oleh karena itu didesentralisasi (Meskipun ada beberapa pengecualian seperti *Cryptocurrency* yang dikembangkan secara nasional).
- b. Berisi jumlah atau persediaan koin yang terbatas dan tetap yang dapat dihasilkan atau diberikan (Juga mempengaruhi harga, ketersediaan).
- c. Menggabungkan ledger (Sebagian besar dikenal sebagai *Blockchain*) atau database yang menyimpan catatan transaksi dan transfer koin yang mencegah pengeluaran ganda.
- d. Menampilkan algoritma komputasi atau “Bukti kerja” yang memverifikasi integritas *Blockchain* dan blok berurutan yang berisi data transaksi. Daya komputasi disediakan

oleh “Penambang” ke jaringan sehingga jumlah terbatas koin yang beredar di sebagian besar *Cryptocurrency*, skala algoritma sesuai dengan jumlah koin yang ditambang e. *Cryptocurrency* menggunakan beberapa bentuk kriptografi (Biasanya kriptografi kunci publik dan privat) untuk keamanan penyimpanan. Berikut beberapa contoh *Cryptocurrency* yang aktif diperdagangkan saat ini diantara lain: Bitcoin, ADA(Cardano), XRP (Ripple), Litecoin, Bitcoin cash, Chainlink (LINK), *Ethereum (ETH)*

2.3 Merge

Merger berasal dari kata *merge* yang dalam Bahasa Indonesia berarti menggabungkan. *Ethereum (ETH)* merge adalah skema baru yang akan dilakukan *Blockchain Ethereum (ETH)* yang menompang koin kripto *Ethereum (ETH)*. *Blockchain* nantinya akan bergabung dengan *Blockchain* terpisah yang memungkinkan agar konsumsi energi bisa dipangkas hingga 99% saat pembuatan koin baru dan melakukan transaksi. *Ethereum (ETH)* akan menggunakan cara transaksi *Proof of stake*, sistem yang dianggap paling optimal dalam memangkas penggunaan energi. Sistem ini memungkinkan pemilik koin ether mengunci koin – koin tersebut kemudian memeriksa atas inisiatif sendiri catatan baru di *Blockchain*. ([https://amp.suara.com/bisnis/2022/09/14/152517/ Ethereum \(ETH\)-merge-pengertian-waktu-pelaksanaan-skema-Blockchain -dan-keuntungannya](https://amp.suara.com/bisnis/2022/09/14/152517/Ethereum-(ETH)-merge-pengertian-waktu-pelaksanaan-skema-Blockchain-dan-keuntungannya))

2.4 Proof of Work - Proof of stake

Proof of Work atau PoW adalah sistem yang tujuan utamanya adalah untuk mencegah serangan siber. Misalnya, mengirim email berbahaya, spam, atau *Distributed Denial of Service (DDoS)*. Serangan siber sendiri dapat menghabiskan sumber daya sistem komputer hanya dengan mengirimkan beberapa permintaan palsu. *Proof of Work* menjelaskan sistem yang memerlukan upaya yang tidak sedikit tetapi layak untuk mencegah penggunaan daya komputasi yang sembrono atau berbahaya. Seperti mengirim email spam atau meluncurkan serangan penolakan layanan. (<https://sis.binus.ac.id/2021/10/15/pengertian-konsep-proof-of-work-pada-Cryptocurrency/>)

Proof of Work adalah persyaratan yang dibuat untuk mendefinisikan suatu perhitungan penambangan. Jika sekumpulan data tertentu hanya dapat menghasilkan satu hash saja. Kemudian Mereka akan mengubah masukan dengan menambahkan bilangan bulat yang disebut nonce (nomor yang nantinya digunakan sekali). Setelah hash yang valid

ditemukan, hash itu akan disiarkan ke jaringan dan blok baru akan ditambahkan ke *Blockchain*. *Mining* atau penambangan adalah aktivitas yang sangat kompetitif. Kadangkala *mining* bahkan terasa seperti lotre ketimbang kompetisi. Rata-rata, seseorang akan menghasilkan *proof of work* yang dapat diterima setiap sepuluh menit. Para *Miner* nantinya akan berkumpul bersama untuk meningkatkan peluang mereka untuk *mining*. Semakin cepat mereka menghasilkan blok baru dalam kurun waktu terbatas, maka makin cepat pula mereka mendapat imbalan. Imbalan yang diterima penambang akan digunakan untuk menutup biaya transaksi dan dibagikan ke masing-masing penambang yang akan digunakan untuk menutup biaya transaksi dan dibagikan ke masing – masing penambang yang ikut melakukan *mining*. (<https://sis.binus.ac.id/2021/10/15/pengertian-konsep-proof-of-work-pada-Cryptocurrency/>)

Proof of stake atau PoS adalah mekanisme konsensus yang digunakan dalam *Blockchain* untuk memverifikasi dan memvalidasi transaksi *Cryptocurrency*. *Blockchain* adalah buku besar digital terdesentralisasi. *Blockchain* sendiri tidak diatur oleh perantara atau otoritas terpusat seperti Sistem *Federal Reserve*. Sebaliknya, *Blockchain* terdiri dari jaringan global sistem komputer yang disebut node yang memverifikasi dan memvalidasi transaksi. PoS diklaim lebih ramah lingkungan ketimbang PoW. Pasalnya, dalam PoS tidak memungkinkan aktivitas penambangan dengan menggunakan perangkat komputasi berdaya tinggi sebagaimana PoW. Sebagai gantinya, PoS menghadirkan sistem staking, di mana pemilik koin dapat mengunci kepemilikannya dalam jangka waktu tertentu untuk mendapatkan imbalan berupa mata uang kripto. (<https://voi.id/amp/207447/proof-of-stake-pos-pengertian-mekanisme-konsensus-dan-cara-kerjanya>)

Baik PoS maupun PoW sama-sama memiliki tujuan yaitu menciptakan sistem terdesentralisasi yang aman tanpa memanfaatkan pihak ketiga. Meski begitu, terdapat perbedaan *Proof of stake* dan *Proof of Work* dalam beberapa hal. Salah satunya ialah dari segi skalabilitas. *Ethereum (ETH)* adalah salah satu platform smart-contract pertama yang menggunakan sistem PoW. Seiring berjalannya waktu, *Ethereum (ETH)* sering mengalami kendala terkait skalabilitasnya, sehingga membuat biaya transaksi begitu mahal. Hal ini terjadi dikarenakan metode verifikasi transaksi PoW sangatlah kompleks dan memerlukan daya komputasi cukup besar. Beda halnya dengan PoS di mana metode verifikasi

sederhana serta tidak membutuhkan daya komputasi besar. Selain itu, perbedaan *Proof of stake* dan *Proof of Work* lainnya ialah sebagai berikut:

Tabel 2. 1 perbedaan Proof of stake dan Proof of Work

Faktor Pembeda	PoS	PoW
Konsumsi energi	Rendah	Tinggi
Skalabilitas	Tinggi karena metode verifikasi transaksi sederhana	Rendah karena metode verifikasi transaksi kompleks
Staking pengguna	Bisa	Tidak bisa
Persyaratan validator	Token dengan jumlah tertentu	Daya listrik dan komputer mining

Sumber: <https://bitoc.to.com/proof-of-stake>

2.5 *Abnormal return*

Tandelilin (2017) menjelaskan bahwa *Abnormal return* adalah selisih antara return yang diperoleh dengan return yang diharapkan. *Abnormal return* dapat digunakan untuk melihat reaksi harga saham atas informasi. Sebuah informasi yang terkandung dalam suatu pengumuman peristiwa dapat diuji menggunakan *abnormal return*. Jika suatu pengumuman mengandung informasi maka akan memberikan *abnormal return*, namun jika suatu pengumuman atau peristiwa tidak mengandung informasi maka tidak akan memberikan *abnormal return*. Pasar akan merespon dengan *abnormal return* positif apabila informasi mengandung berita baik (good news). Namun jika informasi mengandung berita buruk (bad news) maka pasar akan merespon dengan memberikan i negatif (Hartono, 2019).

Nilai *abnormal return* dapat dicari dengan rumus sebagai berikut:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R)$$

Keterangan :

$AR_{i,t}$: *Abnormal return* Ethereum(ETH) i pada periode peristiwa

$R_{i,t}$: Return realisasi Ethereum(ETH) i pada periode peristiwa t

$E(R)$: Return ekspektasi Ethereum(ETH)i pada periode peristiwa t

2.6 *Trading Volume Activity*

Trading Volume Activity atau volume perdagangan merupakan banyaknya lembar saham yang diperdagangkan dalam satu hari perdagangan. volume perdagangan saham adalah

aktivitas perdagangan saham yang terjadi pada waktu tertentu yang diperoleh dengan membandingkan atau membagi antara jumlah saham yang diperdagangkan dengan jumlah saham yang beredar di bursa efek dalam satu periode tertentu. Besarnya volume perdagangan suatu saham menunjukkan bahwa saham tersebut sering ditransaksikan dalam pasar modal.

Perubahan volume perdagangan saham di pasar modal menunjukkan aktivitas perdagangan saham di bursa dan mencerminkan keputusan investasi investor dan merupakan salah satu faktor yang juga memberikan pengaruh terhadap pergerakan harga saham. Suganda (2018:17) mengatakan Trading Volume Activity (TVA) merupakan indikator yang digunakan untuk mengamati serta mengukur reaksi pasar modal terhadap informasi atau peristiwa yang terjadi di pasar modal.

Adapun rumus perhitungan Trading Volume Activity (TVA) adalah sebagai berikut:

$AVT = \text{Jumlah coin diperdagangkan} / \text{coin yang beredar}$

2.7 Studi Peristiwa

Jogiyanto (2015:623) menjelaskan bahwa event study adalah studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (event) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. Tujuan dari metode studi peristiwa adalah menguji kandungan informasi dari suatu pengumuman. Jika pengumuman mengandung informasi, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut di terima oleh pasar.

Event study dapat dilakukan untuk melihat seberapa cepat harga sekuritas benar-benar bereaksi terhadap informasi yang diumumkan. Banyak event study yang telah dilakukan terhadap diumumkannya suatu informasi, seperti berita (biasanya disebut pengumuman) menyangkut pendapatan dividen, program pembelian kembali, stock split, pencatatan saham, perubahan peringkat obligasi, merger dan akuisisi, dan divestitures. Pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi dari suatu pengumuman. Jika pengumuman mengandung informasi (*information content*), maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas bersangkutan. Reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan return sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan *abnormal return*. Jika digunakan *abnormal return* bisa dikatakan bahwa suatu pengumuman yang mempunyai kandungan informasi akan memberikan *abnormal return*.

Sebaliknya yang tidak mengandung informasi tidak memberikan *abnormal return* kepada pasar (Jogiyanto, 2010).

2.8 Penelitian Terdahulu

Penelitian terdahulu yaitu penelitian yang sudah pernah dilakukan oleh peneliti sebelumnya yang berfungsi untuk membandingkan dan selanjutnya dijadikan ide baru untuk kajian selanjutnya. Di samping itu, penelitian terdahulu dapat menjadi pembeda penelitian serta menunjukkan orsinalitas dari penelitian. Pada bagian ini peneliti mencantumkan berbagai hasil penelitian terdahulu terkait dengan penelitian yang hendak dilakukan, kemudian membuat ringkasannya. Berikut ini penelitian terdahulu:

Tabel 2. 2 Penelitian Terdahulu

No	Peneliti & Tahun	Judul	Variabel	Hasil
1.	Ashraf (2020)	Stock markets' reaction to COVID-19: cases or fatalities?	Variabel : <i>Abnormal return</i> Peristiwa : COVID-19	pasar saham merespons negatif terhadap pertumbuhan kasus terkonfirmasi COVID-19. Artinya, Return pasar saham menurun karena jumlah kasus yang dikonfirmasi meningkat.
2.	Ahmed et al., (2023)	Russia–Ukraine crisis: The effects on the European stock market	Variabel : <i>Abnormal return</i> Peristiwa : Russia – Ukraine Crisis	saham-saham Eropa mengalami <i>abnormal return</i> negatif yang signifikan. Selain itu, reaksi negatif terhadap harga saham terus berlanjut pada periode pasca-peristiwa tersebut. Besarnya reaksi harga saham terhadap krisis ini menunjukkan variasi yang besar antar industri, negara, dan ukuran perusahaan.

3.	Rya Indriani dan Mariana (2021)	Reaksi Pasar Modal Indonesia Terhadap Peristiwa Pengesahan UUCipta Kerja 2020 (Studi Kasus Perusahaan yang terdaftar pada LQ45)	Variabel : <i>Abnormal return</i> , <i>Trading Volume Activity</i> , <i>Retrun Variability</i> Peristiwa : Pengesahan UUCipta Kerja 2020	1. Adanya perbedaan yang signifikan pada <i>average abnormal return</i> antara periode sebelum dan sesudah peristiwa pengesahan UU Cipta kerja. 2. Tidak adanya perbedaan yang signifikan pada <i>average trading volume activity</i> antara periode sebelum dan sesudah peristiwa pengesahan UU Cipta kerja. 3. Adanya perbedaan yang signifikan pada <i>average security return variability</i> antara periode sebelum dan sesudah peristiwa pengesahan UU Cipta kerja.
4.	Tasya Nabila Audina Putri (2020)	Reaksi pasar modal Indonesia Terhadap Fluktuasi Rupiah atas Pandemi Covid-19 (studi pada perusahaan yang terdaftar pada LQ45 di Bursa Efek Indonesia)	Variabel : <i>Abnormal return</i> , <i>Trading Volume Activity</i> Peristiwa : Fluktuasi rupiah atas pandemi covid-19	1. Terdapat perbedaan yang signifikan rata-rata <i>abnormal return</i> saham pada periode sebelum dan sesudah peristiwa fluktuasi mata uang Rupiah terhadap dolar AS. 2. Terdapat perbedaan yang signifikan pada rata-rata <i>trading volume activity</i> pada periode sebelum dan sesudah peristiwa fluktuasi Rupiah terhadap dolar AS.
5.	Diantriasih, I Gusti Ayu Purnawati, dan Made Arie Wahyuni (2019)	Analisis komparatif <i>Abnormal return</i> , <i>Security Return Variability</i> Setelah serentak dan pilkada tahun 2018	Variabel : <i>Abnormal return</i> , <i>Security Return Variability</i> , <i>Trading</i> Peristiwa : Pilkada 2018	1. Tidak terdapat perbedaan rata-rata <i>abnormal return</i> sebelum dan setelah pilkada serentak tahun 2018.

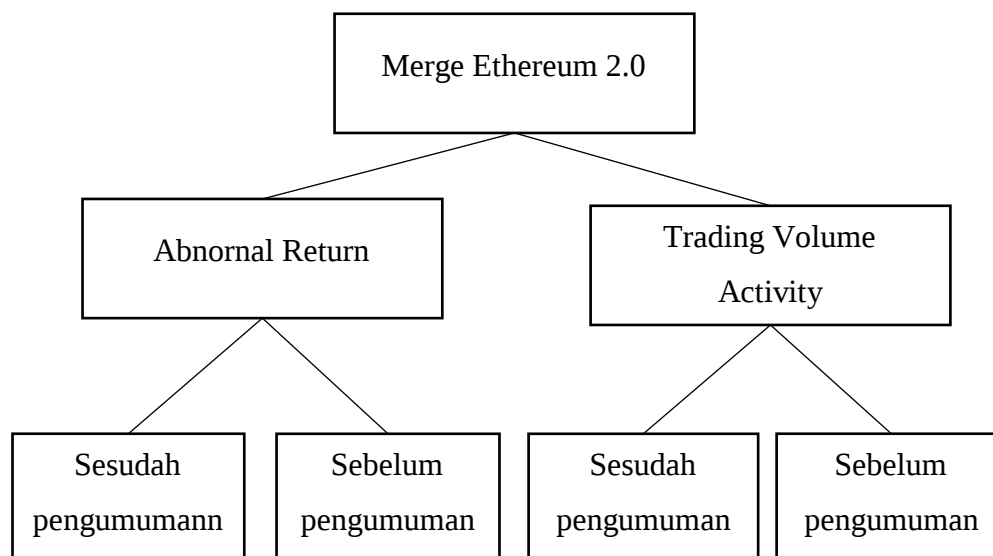
				2.tidak terdapat perbedaan rata- rata security return variability sebelum dan setelah pilkada serentak tahun 2018. 3.terdapat perbedaan rata-rata trading.
6.	Fathon & Oktavian Sosyl (2022)	Analisis Reaksi Cryptocurrency dan pasar saham indonesia serta pasar saham luar negeri terhadap kandungan informasi peristiwa blockchain life 2021	Variabel : <i>Abnormal return, Trading Volume Activity</i> Peristiwa : Blockchain life 2021	Tidak ada reaksi <i>abnormal return</i> tetapi terdapat reaksi <i>trading volume activity</i> pada bursa saham indeks LQ45 terhadap event Blockchain life 2021, serta tidak ada reaksi <i>abnormal return</i> dan <i>trading volume activity</i> pada bursa saham indeks DJIA terhadap event Blockchain Life 2021
7.	Siti Masyithoh (2018)	Stock split saham dan dampaknya terhadap volume perdagangan dan abnormal return saham : studi kasus menggunakan metode event study dan uji beda t	Variabel : <i>Abnormal return, Trading Volume</i> Peristiwa : Stock Split Saham	1.Terdapat perbedaan abnormal return saham yang signifikan sebelum dan setelah stock split. 2.tidak terdapat perbedaan volume perdagangan saham yang signifikan sebelum dan setelah stock split.

2.9 Kerangka Pemikiran

Studi Peristiwa merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa yang informasinya dipublikasi sebagai suatu pengumuman. Jika pengumuman mengandung informasi, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan *return* sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan *Abnormal return*. (Hartono,2014:585)

Selain *Abnormal return* suatu peristiwa juga memungkinkan terjadinya perubahan aktivitas volume perdagangan cryptocurrency dan mencerminkan keputusan investor.

Informasi yang dimiliki oleh investor akan tertransformasi dalam bentuk naik turunnya volume transaksi harian dan frekuensi transaksinya.(Dewi,2017)



Gambar 2. 1 Kerangka Pemikiran

2.10 Pengembangan Hipotesis

fokus hipotesis difokuskan pada dua variabel utama: Activity Trading Volume (ATV) dan *Abnormal return* (AR) Ethereum sebelum dan sesudah implementasi Merge Ethereum 2.0. Hipotesis ini dirancang untuk menyelidiki perbedaan signifikan dalam aktivitas perdagangan dan perubahan nilai aset kripto tersebut sebagai respons terhadap perubahan struktural pada protokol blockchain Ethereum.

2.10.1. Pengaruh Aktivitas Perdagangan (Activity Trading Volume) Sebelum dan Sesudah Merge Ethereum 2.0

Diduga akan terjadi peningkatan volume perdagangan Ethereum yang signifikan setelah dilakukannya merge ke Ethereum 2.0, dibandingkan pada periode sebelum merge. Peningkatan volume perdagangan diindikasikan dengan meningkatnya nilai Trading Volume Activity (TVA) yaitu rasio antara jumlah koin Ethereum yang diperdagangkan per hari terhadap total suplai koin Ethereum yang beredar. Beberapa faktor yang diduga menjadi penyebab peningkatan nilai TVA antara lain: peningkatan skalabilitas jaringan Ethereum 2.0, biaya transaksi yang lebih murah, serta sentimen positif pelaku pasar terhadap prospek Ethereum

pasca merge. Dengan asumsi variabel lain konstan, peningkatan nilai TVA mencerminkan meningkatnya aktivitas perdagangan token Ethereum secara signifikan setelah dilakukannya merge.

H0: Tidak terdapat perbedaan aktivitas perdagangan Ethereum yang signifikan, sebelum dan sesudah terjadinya merge ke Ethereum 2.0.

H1: Terdapat peningkatan aktivitas perdagangan Ethereum yang signifikan sebelum dan setelah terjadinya merge ke Ethereum 2.0

2.10.2. Dampak *Abnormal Return* Sebelum dan Sesudah Merge Ethereum 2.0

Diduga akan terdapat perbedaan rata-rata abnormal return Ethereum yang signifikan antara sebelum dan sesudah merge Ethereum 2.0 dilakukan. Abnormal return merupakan selisih antara actual return dan expected return Ethereum. Jika pasar merespons positif atas merge ini, maka harga Ethereum diduga mengalami kenaikan dalam jangka pendek setelah merge sehingga menyebabkan rata-rata abnormal return menjadi positif. Sementara pada periode sebelum merge, nilai abnormal return diduga lebih rendah. Dengan demikian, terdapat indikasi bahwa rata-rata abnormal return setelah merge akan lebih tinggi secara signifikan, yang mengindikasikan pasar merespons merger sebagai sinyal positif bagi expected return Ethereum di masa depan.

H0: Tidak terdapat perbedaan abnormal return Ethereum yang signifikan sebelum dan sesudah dilakukannya merge ke Ethereum 2.0.

H1: Terdapat perbedaan abnormal return Ethereum yang signifikan setelah dilakukannya merge ke Ethereum 2.0.