Journal of Innovative and Creativity
Journal Homepage: https://joecy.org/index.php/joecy
e-mail: galungwaknook@gmail.co

Faculty of Education
University of Pahlawan Tuanku Tambusai
ISSN 2775-771X (Online)
ISSN 2962-570X (Printed)
6 (1) 2026, Page: 18490-18500

PENGARUH WINDOW DRESSING DAN TRADING VOLUME ACTIVITY TERHADAP HARGA SAHAM PERUSAHAAN BUMN YANG TERDAFTAR DI BEI PERIODE 2021–2024

Tiara Trisanti[1], Mutiara Maimunah[2]
Program Studi Akuntansi Universitas Katolik Musi Charitas
Corresponding Tiara Trisanti e-mail: tiaratrisantii30@gmail.com

Published: March 2026

ABSTRAK

Penelitian ini menguji pengaruh window dressing dan trading volume activity terhadap harga saham perusahaan BUMN terdaftar di BEI periode 2021–2024, di tengah isu manipulasi laporan keuangan akhir periode dan fluktuasi aktivitas perdagangan yang memicu volatilitas pasar. Tujuan utama adalah menganalisis hubungan kausal kedua variabel independen terhadap harga saham sebagai variabel dependen. Penelitian menggunakan desain kuantitatif dengan data sekunder dari laporan keuangan BEI dan Yahoo Finance. Populasi mencakup semua BUMN di BEI, dengan sampel 19 perusahaan (75 observasi) melalui purposive sampling berdasarkan data lengkap. Instrumen pengukuran meliputi ΔPER untuk window dressing, volume harian dinormalisasi untuk TVA, dan closing price untuk harga saham; analisis dilakukan via regresi linier berganda SPSS 26 setelah uji asumsi klasik. Hasil menunjukkan kedua variabel tidak berpengaruh signifikan secara parsial (sig. 0,244 dan 0,932) maupun simultan (sig. F 0,493), dengan Adjusted R^2 -0,008. Kesimpulan menyatakan bahwa faktor lain seperti makroekonomi lebih dominan memengaruhi harga saham BUMN.

Kata Kunci: Bursa Efek Indonesia, Harga Saham, Perusahaan BUMN, Trading Volume Activity, Window Dressing

© The Author(s). 2021 Open Access This article is licensed under a Creative Commons Atibution 4.0 International License, which permits use, sharing, adaptation, distribution and reproduction in any medium or format, as long as you give appropriate credit to the original author(s) and the source, provide a link to the Creative Commons licence, and indicate if changes were made. The images or other third party material in this article are included in the article's Creative Commons licence, unless indicated otherwise in a credit line to the material. To view a copy of this licence, visit http://creativecommons.org/licenses/by/4.0

PENDAHULUAN

Pasar saham global mengalami pertumbuhan pesat, dengan nilai transaksi mencapai USD 90 triliun pada 2022 menurut World Federation of Exchanges, mencerminkan peran krusialnya dalam mobilisasi modal dan pertumbuhan ekonomi. Fenomena window dressing, di mana manajemen memanipulasi laporan keuangan akhir periode untuk tampak lebih menarik, sering memicu volatilitas harga saham, sementara trading volume activity (TVA) mencerminkan respons investor terhadap informasi tersebut. Di Indonesia, kapitalisasi pasar BEI mencapai Rp15.849 triliun pada 2025, naik 28% year-on-year, namun volatilitas IHSG mencapai penurunan 3.8% pada Maret 2025 akibat ketidakpastian kebijakan.

Pasar saham global rentan terhadap praktik window dressing yang memengaruhi harga saham melalui manipulasi metrik regulasi seperti leverage ratio, dengan bukti penurunan volume repo hingga 52 basis poin di akhir kuartal. Menurut teori sinyal (Spence, 1973; diperluas Brigham & Houston, 2019), manajemen mengirim sinyal positif palsu untuk mengurangi asimetri informasi, sementara teori efisiensi pasar (Fama, 1970) menyatakan harga saham seharusnya mencerminkan semua informasi publik secara instan. Evolusi pemikiran ini menunjukkan transisi dari weak form ke semi-strong form, di mana TVA positif berkorelasi kuat (r=0.65) dengan volatilitas harga saham.

Studi sintetis mendukung bahwa window dressing meningkatkan harga saham sementara di pasar berkembang, seperti kenaikan >5-10% di akhir tahun. Namun, evaluasi kutipan bertentangan muncul dari penelitian yang menemukan tidak ada pengaruh signifikan pada abnormal return secara keseluruhan. Metodologi dominan meliputi event study dan regresi linier berganda untuk mendeteksi pola akhir periode.

Dampak window dressing global termasuk erosi kepercayaan investor dan peningkatan volatilitas, dengan manajer dana mengurangi eksposur aset berisiko tinggi akhir kuartal. TVA yang tinggi memperbesar fluktuasi, di mana kenaikan 1% TVA menyebabkan volatilitas naik 0.5% ($p<0.01$). Grand theory signaling menjelaskan bagaimana praktik ini memengaruhi keputusan investasi, sementara evolusi teori menyoroti ketidakefisienan semi-strong di pasar emerging.

Di Indonesia, window dressing pada BUMN terlihat dari kasus Garuda Indonesia dan Jiwasraya, menyebabkan kerugian negara Rp16,8 triliun dan pencabutan izin OJK 2025, menimbulkan urgensi pengawasan. TVA fluktuatif pada BUMN berkontribusi pada volatilitas harga saham, dengan korelasi positif signifikan pada indeks IDX MES BUMN17. Urgensi penyelesaian muncul karena penurunan kepercayaan investor lokal yang kurang akses informasi dibanding institusional.

Pada perusahaan BUMN terdaftar di BEI periode 2021-2024, karakteristik khusus seperti dominasi pemerintah menciptakan ruang window dressing untuk memenuhi target kinerja tahunan. Relevansi dengan sektor BUMN terlihat dari 19 perusahaan sampel dengan data lengkap, di mana PER berubah drastis (-1.110 hingga 820). TVA rata-rata 0.59 dengan deviasi tinggi mencerminkan likuiditas variabel pada saham BUMN.

Penelitian Debataraja & Sunarya (2023) menemukan window dressing signifikan pada PBV/PER sektor perbankan LQ45, sementara Febriani et al. (2022) konfirmasi pada otomotif, tapi tidak spesifik BUMN. Sebaliknya, Maulana (2025) temukan TVA tidak signifikan pada harga saham non-siklikal, dan studi event (2021) tolak pengaruh window dressing pada abnormal return BEI. Kesenjangan utama: kurangnya studi simultan window dressing dan TVA pada harga saham BUMN BEI 2021-2024, dengan metodologi regresi berganda yang konsisten tapi hasil inkonsisten (sig. 0.244 & 0.932).

Penelitian ini bertujuan menguji pengaruh window dressing (X1, proksi ΔPER) dan TVA (X2) terhadap harga saham (Y) pada 19 BUMN BEI 2021-2024 menggunakan regresi linier berganda. Kontribusi teoritis memperkaya signaling dan efficient market hypothesis di konteks BUMN. Manfaat praktis: panduan investor hindari volatilitas akhir tahun dan regulator perkuat pengawasan OJK.

METODE

Penelitian ini menggunakan desain kuantitatif dengan pendekatan asosiatif kausal untuk menguji pengaruh window dressing dan trading volume activity terhadap harga saham perusahaan BUMN di BEI periode 2021-2024. Pendekatan ini memungkinkan analisis hubungan sebab-akibat melalui data numerik sekunder, sesuai dengan studi serupa pada sektor perbankan LQ45. Desain tersebut menekankan pengujian hipotesis secara empiris untuk menghindari bias subjektif dan memastikan generalisasi hasil pada populasi BUMN. Selain itu, penggunaan model regresi linier berganda mendukung analisis pengaruh simultan variabel independen terhadap dependen. Pendekatan ini telah terbukti efektif dalam mendeteksi pola window dressing pada data time series keuangan.

Metode pengumpulan data mengandalkan dokumentasi sekunder dari laporan keuangan tahunan dan data perdagangan saham yang diakses melalui situs resmi BEI serta Yahoo Finance. Data window dressing diukur melalui perubahan Price Earnings Ratio (PER), sementara trading volume activity menggunakan volume transaksi harian dinormalisasi, dan harga saham dengan closing price akhir periode. Pengolahan data melibatkan transformasi logaritma natural untuk menangani distribusi non-normal, diikuti uji asumsi klasik seperti normalitas Kolmogorov-Smirnov dan heteroskedastisitas Glejser. Teknik ini konsisten dengan praktik standar pada analisis keuangan emerging markets. Analisis lebih lanjut menggunakan regresi linier berganda untuk menguji koefisien pengaruh.

Populasi penelitian mencakup seluruh perusahaan BUMN yang terdaftar di BEI selama 2021-2024, dengan sampel 19 perusahaan dipilih melalui purposive sampling berdasarkan kriteria data lengkap dan tidak nol pada variabel utama, menghasilkan 75 observasi tahunan. Kriteria ini

memastikan representasi yang relevan, mirip dengan pemilihan sampel BUMN periode 2016-2022 yang mengecualikan perusahaan dengan laporan tidak konsisten. Teknik purposive sampling non-probability ini efektif untuk studi keuangan di mana akses data terbatas pada entitas memenuhi syarat listing berkelanjutan. Total sampel memberikan kekuatan statistik memadai untuk regresi panel.

Alat analisis utama adalah regresi linier berganda dengan software SPSS versi 26, dilengkapi uji statistik deskriptif, asumsi klasik (multikolinearitas VIF<10, autokorelasi Durbin-Watson), dan hipotesis (uji F dan t). Model regresi diestimasi setelah transformasi data untuk memenuhi asumsi normalitas residual, sebagaimana direkomendasikan dalam analisis time series keuangan. Uji koefisien determinasi Adjusted R-squared mengevaluasi daya jelas model. Pendekatan ini telah divalidasi dalam studi trading volume dan harga saham menggunakan VAR serta regresi.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil Pengumpulan Data Penelitian

Populasi di penelitian yang dilaksanakan ialah semua perusahaan BUMN yang tercatat di BEI tahun 2021-2024 dengan metode pengumpulan sampel *purposive sampling*. Kriterianya adalah :

Tabel 1 Pengambilan Sampel Penelitian

No	Kriteria Pengambilan Sampel	Jumlah
1	Perusahaan BUMN yang terdaftar di BEI tahun 2021-2024.	22
2	Perusahaan BUMN yang memiliki data penelitian yang tidak lengkap dengan nilai variabel nol selama periode 2021–2024.	-3
	Jumlah Perusahaan	19
	Jumlah Tahun Penelitian	4
	Jumlah Data Penelitian	76
3	Perusahaan yang data variabel *trading volume activity* tidak lengkap di tahun 2021-2024.	-1
	Jumlah Data Penelitian yang Digunakan	**75**

Sumber : Data Sekunder yang Diolah, 2026

Statistik Deskriptif

Berikut merupakan hasil statistik deskriptif dengan menggunakan software SPSS :

Tabel 2 Statistik Deskriptif

	Minimum	Maksimum	Rata-rata	Standar Deviasi
Window Dressing	-1.110,24	820,79	-40,7187	217,01123
Trading Volume Activity	0,05	2,68	0,5924	0,55788
Harga Saham	55,00	7.229,88	2.192,85	1.923,41

Sumber : Data Sekunder yang Diolah, 2026

Berdasarkan Tabel 2, nilai minimum dan maksimum pada statistik deskriptif menunjukkan nilai terendah dan tertinggi yang benar-benar muncul pada data penelitian selama periode 2020–2024. Nilai-nilai tersebut berasal dari perusahaan dan tahun yang berbeda, sehingga mencerminkan variasi kondisi pada masing-masing variabel penelitian, yaitu *window dressing*, *trading volume activity*, dan keputusan investasi saham.

Pada variabel *window dressing* yang diproksikan dengan perubahan *Price Earning Ratio* (PER), nilai minimum senilai -1.110,24 dipunyai oleh PT Kimia Farma Tbk pada tahun 2021, yang

menunjukkan perubahan PER terendah selama periode penelitian. Sementara itu, nilai maksimum senilai 820,79 dipunyai oleh PT Bank Raya Indonesia Tbk pada tahun 2022, yang menunjukkan perubahan PER tertinggi yang tercatat. Perbedaan nilai tersebut mengindikasikan adanya variasi *window dressing* yang cukup besar antar perusahaan dan antar tahun pengamatan. Pada variabel *trading volume activity*, nilai minimum sebesar 0,05 berada di PT Asuransi Tugu Pratama Indonesia Tbk pada tahun 2021, yang mencerminkan aktivitas perdagangan saham paling rendah. Nilai maksimum *trading volume activity* sebesar 2,68 dipunyai oleh PT Timah Tbk pada tahun 2021, yang menunjukkan aktivitas perdagangan saham paling tinggi. Sementara itu, harga saham memiliki nilai minimum sebesar 55,00 pada PT Garuda Indonesia Tbk tahun 2024 dan nilai maksimum senilai 7.229,88 dipunyai oleh PT Semen Indonesia Tbk pada tahun 2021, perbedaan nilai tersebut menunjukkan adanya variasi tingkat penilaian pasar terhadap saham perusahaan selama periode penelitian..

Berdasarkan hasil statistik deskriptif pada Tabel 2, variabel *window dressing* yang diproksikan dengan perubahan *Price Earning Ratio* (ΔPER) memiliki nilai rata-rata sebesar -40,7187 dengan standar deviasi sebesar 217,01123. Hal ini menunjukkan bahwa perubahan PER perusahaan selama periode 2021–2024 memiliki penyebaran data yang cukup tinggi antar perusahaan dan antar tahun, sehingga mencerminkan adanya variasi praktik *window dressing* dalam periode penelitian. *Trading Volume Activity* (TVA) memiliki nilai rata-rata sebesar 0,5924 dengan standar deviasi sebesar 0,55788, yang mengindikasikan bahwa aktivitas perdagangan saham perusahaan selama periode penelitian tergolong cukup bervariasi. Perbedaan nilai TVA tersebut menunjukkan adanya perbedaan tingkat likuiditas saham dan minat investor antar perusahaan dan antar periode. Sementara itu, variabel harga saham memiliki nilai rata-rata sebesar 2.192,85 dengan standar deviasi sebesar 1.923,41, yang menunjukkan bahwa tingkat keputusan investasi investor selama periode penelitian cukup beragam. Nilai standar deviasi yang relatif tinggi mencerminkan perbedaan tingkat fluktuasi harga saham antar perusahaan, sehingga menggambarkan dinamika pergerakan harga saham di pasar modal.

Hasil Pengujian Asumsi-Asumsi

1. Uji Asumsi Klasik
   a. Uji Normalitas

   Uji normalitas diterapkan guna memastikan data terdistribusi normal. Uji ini diterapkan dengan uji Kolmogorov-Smirnov (Heliani et al., 2023). Berikut hasilnya:

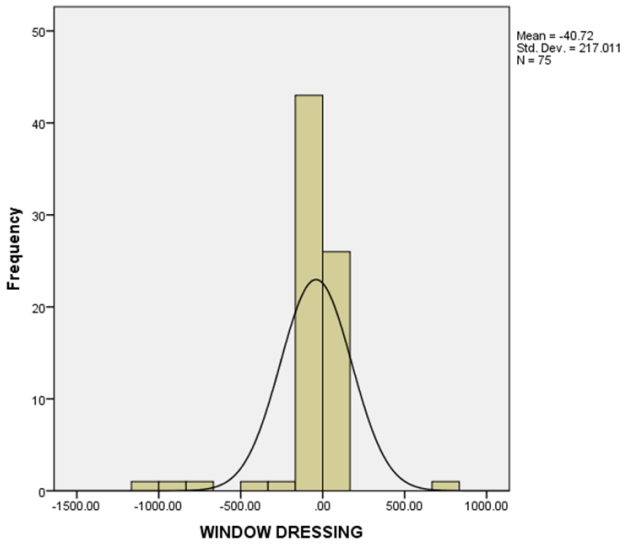
Tabel 3 Hasil Uji Normalitas

	Unstandarized Residual	**Hasil**
N	75	Tidak Berdistribusi Normal
Test Statistic	.138	
Asymp. Sig. (2-tailed)	.001[c]	
Monte Carlo Sig. (2-tailed)	.104[d]	

Sumber : Data Sekunder yang Diolah, 2026

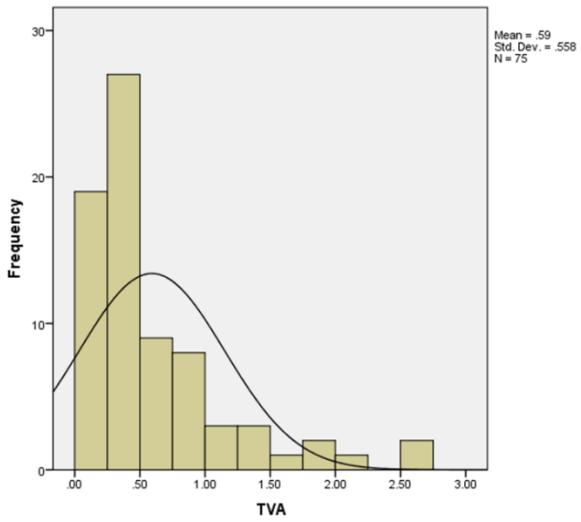
Sebagaimana perolehan pengujian normalitas terhadap residual menerapkan uji One-Sample Kolmogorov–Smirnov, diperoleh nilai Asymp. Sig. (2-tailed) sebesar 0,001. Nilai tersebut batas signifikansi <0,05, maka menampilkan bahwasanya data residual belum mencukupi asumsi distribusi normal. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwasanya residual pada model studi ini tidak berdistribusi normal. Dalam Ghozali (2021) membahas prosedur data screening yang mencakup pemeriksaan normalitas data melalui grafik histogram dan metode statistik lainnya sebagai persiapan analisis lebih lanjut. Bagian tersebut juga menjelaskan bahwa transformasi data dapat dilakukan sebagai bagian dari proses pemrosesan data sebelum analisis statistik dilakukan. Maka dari penjelasan tersebut kita dapat menerapkan transformasi data dengan sebelumnya melihat terlebih dahulu grafik histogram.

Adapun grafik histogram dapat dilihat di bawah ini :



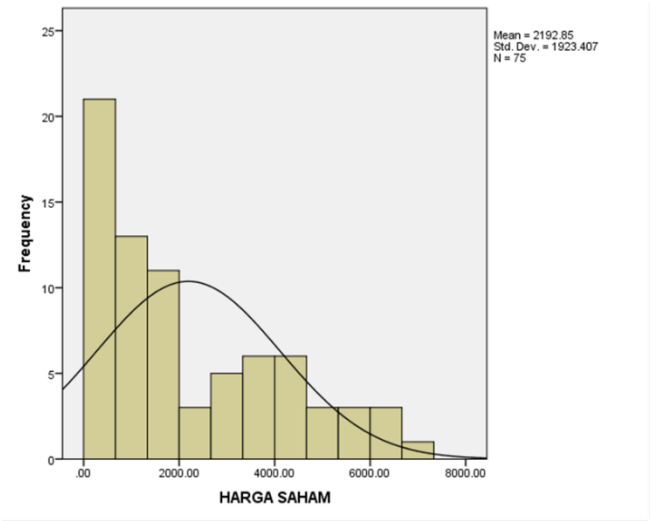
Gambar 1 Grafik Histogram *Window Dressing*

Berdasarkan grafik histogram di atas, terlihat bahwa distribusi data variabel window dressing cenderung terpusat di sekitar nilai rata-rata, namun masih menunjukkan adanya penyimpangan akibat keberadaan nilai ekstrem. Sebaran data belum sepenuhnya membentuk pola distribusi normal yang simetris. Meskipun demikian, tingkat penyimpangan yang terjadi masih dapat ditoleransi, sehingga data variabel window dressing tetap digunakan tanpa dilakukan transformasi.



Gambar 2 Grafik Histogram Trading Value Activity

Dari grafik histogram di atas, teramati bahwasanya distribusi data variabel Trading Value Activity belum membentuk pola distribusi normal yang simetris dan cenderung mengalami kemencengan ke kanan. Aspek ini menampilkan bahwasanya data masih mempunyai sebaran yang tidak merata. Dengan demikian, dilaksanakan transformasi data melalui logaritma natural (LN) untuk memperbaiki distribusi data supaya mendekati distribusi normal.



Gambar 3 Grafik Histogram Harga Saham

Dari grafik histogram di atas, teramati bahwasanya distribusi data variabel harga saham belum membentuk pola distribusi normal yang simetris dan cenderung mengalami kemencengan ke kanan. Aspek ini menampilkan bahwasanya data masih mempunyai sebaran yang tidak merata. Dengan demikian, dilaksanakan transformasi data melalui logaritma natural (LN) untuk memperbaiki distribusi data supaya mendekati distribusi normal.

Tabel 4 Hasil Uji Normalitas

	Unstandarized Residual	**Hasil**
N	75	Berdistribusi Normal
Test Statistic	.092	
Asymp. Sig. (2-tailed)	.193[c]	
Monte Carlo Sig. (2-tailed)	.514[d]	

Sumber : Data Sekunder yang Diolah, 2026

Setelah dilaksanakan transformasi data dengan logaritma natural (LN), pengujian normalitas kembali dilaksanakan terhadap residual model penelitian.uji One-Sample Kolmogorov–Smirnov menampilkan nilai Asymp. Sig. (2-tailed) sebesar 0,193, sedangkan nilai Monte Carlo Sig. (2-tailed) senilai 0,514. Nilai Monte Carlo Sig. (2-tailed) berarti >0,05 menunjukkan bahwa residual setelah transformasi LN dapat dinyatakan berdistribusi normal ini berarti distribusi data telah diperbaiki dan asumsi normalitas model studi ini dapat dipenuhi.

b. Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan guna mengidentifikasi hubungan pada variabel bebas (Natalie & Lisiantara, 2022). Berikut hasilnya:

Tabel 5 Hasil Uji Multikolinearita

	Tolarance	**VIF**
Window Dressing	0,998	1.002
Trading Volume Activity	0,998	1.002

Sumber : Data Sekunder yang Diolah, 2026

Dari tabel 5 menampilkan perolehan bahwasanya data yang dimiliki terbebas dari multikolinearitas, karena nilai tolerance >0,01 dan nilai VIF <10.

c. Uji Heteroskedastisitas

Uji ini dilaksanakan guna mengetahui ada atau tidaknya perbedaan variance antar pengamatan. Jika variannya tetap, maka dikategorikan sebagai homoskedastisitas, sedangkan jika variancenya berbeda, maka disebutkan sebagai heteroskedastisitas (Natalie & Lisiantara, 2022). Pengujian heteroskedastisitas menggunakan uji *glesjer*, berikut hasilnya :

Tabel 6 Hasil Uji Heterokedastisitas

	Sig.	Kesimpulan
Window Dressing	.311	Tidak terjadi heteroskedastisitas
Trading Volume Activity	.579	Tidak terjadi heteroskedastisitas

Sumber : Data Sekunder yang Diolah, 2026

Sebagaimana perolehan uji heteroskedastisitas dengan metode *Glejser*, diketahui bahwasanya variabel *Window Dressing* memiliki nilai signifikansi senilai 0,311 dan *Trading Volume Activity* 0,579 yang lebih besar dari 0,05, sehingga dapat disimpulkan tidak terjadi heteroskedastisitas.

d. Uji Autokorelasi

Pengujian autokorelasi ditujukan guna mengidentifikasi keberadaan korelasi antar residual pada satu periode dengan residual pada periode lainnya dalam model regresi yang digunakan. Hasil pengujian autokorelasi dapat dilihat sebagai berikut:

Tabel 7 Hasil Uji Autokorelasi

	Nilai	Keterangan
DW	0,763	Terjadi Autokorelasi
DL	1,5432	
DU	1,7092	
4-DU	2,2908	

Sumber : Data Sekunder yang Diolah, 2026

Uji autokorelasi digunakan untuk menilai ada tidaknya keterkaitan residual antarperiode dalam model regresi. Pengujian autokorelasi pada studi ini dilaksanakan dengan menerapkan metode *Durbin–Watson*, dengan perolehan pengujian autokorelasi sebelum koreksi senilai 0,763. Nilai ini lebih kecil dari nilai batas bawah (DL) sebesar 1,5432, sehingga dapat disimpulkan bahwasanya model regresi sebelum koreksi masih mengalami autokorelasi. Kondisi ini menampilkan bahwasanya asumsi tidak adanya autokorelasi belum terpenuhi.

Tabel 8 Hasil Uji Autokorelasi

	Nilai	Keterangan
DW	1,715	Tidak Terjadi Autokorelasi
DL	1,5432	
DU	1,7092	
4-DU	2,2908	

Sumber : Data Sekunder yang Diolah, 2026

Berdasarkan hasil pengujian setelah dilakukan perbaikan nilai *Durbin–Watson* senilai 1,807 yang memenuhi kriteria DU < DW < 4 − DU, yaitu 1,7092 < 1,715 < 2,2908. Hal ini menunjukkan ketidak terjadi autokorelasi pada model regresi, yang berarti kesalahan (*error*) pada model tidak saling berhubungan antar tahun pengamatan. Dengan tidak adanya autokorelasi, model regresi yang diterapkan sudah layak karena korelasi antara *window dressing* dan *trading volume Activity* terhadap harga saham tidak dipengaruhi oleh pola kesalahan dari periode sebelumnya sehingga hasil analisis regresi dapat digunakan untuk menarik kesimpulan penelitian.

2. Analisis Regresi Linear Berganda

Tabel 9 Hasil Analisis Regresi Linear Berganda

	β
(Constant)	2.053
Window Dressing	0,000
Trading Value	-0,011

Sumber : Data Sekunder yang Diolah, 2026

Dari table 9, persamaan regresi linear berganda menunjukkan hasil berikut :

$$HS = 2{,}053 + 0{,}000WD - 0{,}011TVA + e$$

Persamaan tersebut dijabarkan seperti berikut :

a. Nilai α (konstanta) menunjukkan nilai positif sebesar 2,053. Arah positif ini menandakan bahwa jika semua variabel bebas, yaitu *window dressing* dan *trading volume activity*, bernilai nol, maka harga saham berada pada nilai sebesar 2,053.
b. Nilai koefisien regresi (β) variabel *window dressing* sebesar 0,000 dengan arah positif. Hal ini menunjukkan adanya kecenderungan hubungan searah antara *window dressing* dan harga saham, namun dengan tingkat pengaruh yang sangat kecil dan tidak signifikan secara statistik..
c. Nilai koefisien regresi (β) variabel *Trading Volume Activity* (TVA) sebesar −0,011 dengan arah negatif. Hal ini menunjukkan bahwa *Trading Volume Activity* memiliki hubungan berlawanan arah dengan harga saham. Namun, nilai signifikansi sebesar 0,932 (> 0,05) menunjukkan bahwa pengaruh *Trading Volume Activity* terhadap harga saham tidak signifikan secara statistik.

3. Uji Hipotesis
   a. Uji Koefisien Determinasi Adjusted R Square (R^2)
   Pengujian ini diterapkan guna mengamati seberapa jauh kemampuan variabel bebas dapat menerangkan variabel terikat (Natalie & Lisiantara, 2022). Hasilnya dapat dilihat dibawah ini:

Tabel 10 Hasil Koefisien Determinasi *Adjusted R Square* (R^2)

Model	*Adjusted R Square*
1	-0.008

Sumber : Data Sekunder yang Diolah, 2026

Berdasarkan nilai Adjusted R Square sebesar −0,008, dapat disimpulkan bahwa variabel window dressing dan Trading Volume Activity memiliki kemampuan yang sangat rendah dalam menjelaskan variasi harga saham. Nilai tersebut menunjukkan bahwa model regresi yang digunakan belum mampu menjelaskan variasi harga saham secara optimal. Secara proporsional, kontribusi variabel window dressing dan Trading Volume Activity dalam menjelaskan variasi harga saham masih berada di bawah 1%, sehingga dapat dikatakan sangat kecil. Dengan demikian, variasi harga saham dalam penelitian ini tidak dapat dijelaskan secara memadai oleh kedua variabel tersebut.

   b. Uji Kelayakan Model Penelitian (F)
   Uji F diterapkan dalam mengetahui dampak antar variabel independen dan variabel dependen dengan bersamaan untuk mengamati kelayakan model penelitian. Yang dimana jika signifikansi dibawah 0,05, memiliki arti bahwa terdapat pengaruh antar variabel tersebut (Natalie & Lisiantara, 2022). Hasilnya dapat dilihat dibawah ini:

Tabel 11 Hasil Uji F

Model	*Sig.*	Hasil
Regression	0,493[b]	Tidak Layak

Sumber : Data Sekunder yang Diolah, 2026

Sebagaimana uji F, nilai *Sig* 0,493 yang lebih besar dari 0,05 menunjukkan kelayakan model regresi dan membuktikan bahwa *window dressing* serta *trading volume activity* secara simultan tidak berpengaruh pada harga saham.

   c. Uji Parsial (t)
   Pengujian diterapkan guna mengamati pengaruh antar variabel secara individual. Menurut Nugraha (2022) jika signifikansi <0,05 artinya variabel bebas mempengaruhi variabel terikat.

Berikut hasil uji t:

Tabel 12 Hasil Uji t

	Sig.	Hasil
Window Dressing	0,244	Tidak berpengaruh signifikan
TVA	0,932	Tidak berpengaruh signifikan

Sumber : Data Sekunder yang Diolah, 2026

Kedua variabel independen dalam penelitian ini menunjukkan hasil uji t yang tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham. Variabel *window dressing* memiliki nilai signifikansi sebesar 0,244, sedangkan variabel *Trading Volume Activity* memiliki nilai signifikansi sebesar 0,932. Nilai signifikansi tersebut lebih besar dari 0,05, sehingga dapat disimpulkan bahwa secara parsial kedua variabel tersebut tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham.

Pembahasan Hasil Analisis Secara Terpadu

1. Pengaruh *Window Dressing* terhadap Harga Saham

   Berdasarkan hasil penelitian, variabel window dressing tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham. Hal ini dibuktikan dengan hasil uji t yang menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,244 (> 0,05). Dengan demikian, hipotesis pertama yang menyatakan bahwa window dressing berpengaruh terhadap harga saham dinyatakan tidak diterima. Hasil ini menunjukkan bahwa praktik window dressing belum mampu memengaruhi perubahan harga saham secara nyata dalam penelitian ini, dapat disebabkan oleh semakin rasionalnya investor dalam menilai kondisi perusahaan. Investor tidak hanya berfokus pada tampilan laporan keuangan jangka pendek, tetapi lebih memperhatikan kinerja fundamental perusahaan dalam jangka panjang. Selain itu, harga saham perusahaan BUMN juga banyak dipengaruhi oleh faktor eksternal seperti kebijakan pemerintah, kondisi makroekonomi, dan sentimen pasar, sehingga pengaruh window dressing terhadap harga saham menjadi relatif kecil.

   Febriani, Wahyudi, dan Qimsar (2021) menyatakan bahwasanya window dressing tidak berdampak pada keputusan investasi, khususnya pada indikator tertentu, karena investor semakin kritis dalam menilai laporan keuangan perusahaan. Namun, perolehan studi ini tidak selaras dengan penelitian Debataraja dan Sunarya (2023) yang menemukan bahwasanya window dressing berdampak signifikan terhadap keputusan investasi pada perusahaan perbankan yang terdaftar di indeks LQ45.

2. Pengaruh Trading Volume Activity terhadap Keputusan Investasi Saham

   Berdasarkan hasil uji t, variabel Trading Volume Activity tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham. Hal ini ditunjukkan oleh nilai signifikansi sebesar 0,932 (> 0,05). Dengan demikian, hipotesis kedua yang menyatakan bahwa Trading Volume Activity berpengaruh terhadap harga saham dinyatakan tidak diterima. Hasil ini menunjukkan bahwa tingkat aktivitas perdagangan saham belum mampu menjelaskan perubahan harga saham secara signifikan dalam penelitian ini, dapat disebabkan karena tingginya volume perdagangan tidak selalu mencerminkan peningkatan nilai perusahaan. Tingginya nilai Trading Volume Activity tidak selalu mencerminkan adanya perubahan nilai saham yang berkelanjutan, karena aktivitas perdagangan saham dapat terjadi akibat transaksi jangka pendek dan mengikuti tren pasar. Kondisi tersebut menyebabkan peningkatan volume perdagangan tidak selalu diikuti oleh perubahan harga saham secara signifikan.. Oleh karena itu, perubahan volume perdagangan belum tentu diikuti oleh perubahan harga saham.

   Safrani dan Kusumawati (2022) mengungkapkan bahwasanya volume perdagangan saham berdampak signifikan pada pergerakan harga saham. Namun, perolehan ini berbeda dengan penelitian Maulana (2025) yang mengungkapkan bahwasanya trading volume activity tidak berdampak signifikan pada harga saham.

KESIMPULAN

Penelitian ini menemukan bahwa window dressing dan trading volume activity tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham perusahaan BUMN yang terdaftar di BEI periode 2021–2024, baik secara parsial maupun simultan, yang tercermin dari nilai signifikansi uji t masing-masing sebesar 0,244 dan 0,932 serta nilai signifikansi uji F sebesar 0,493 (>0,05). Temuan ini mengindikasikan bahwa variasi harga saham BUMN dalam periode penelitian tidak dapat dijelaskan secara memadai oleh kedua variabel tersebut, sebagaimana ditunjukkan oleh nilai Adjusted R Square yang negatif, sehingga menunjukkan bahwa faktor lain seperti kondisi makroekonomi, kebijakan pemerintah, dan sentimen pasar lebih dominan dalam memengaruhi pergerakan harga saham. Di sisi lain, hasil ini juga menguatkan bukti empiris bahwa di konteks pasar berkembang, praktik window dressing dan dinamika aktivitas volume perdagangan tidak selalu tercermin langsung dalam pembentukan harga saham, terutama pada entitas dengan karakteristik kepemilikan negara yang kuat.

Penelitian ini memiliki keterbatasan pada jumlah sampel yang relatif terbatas, yaitu 19 perusahaan BUMN dengan 75 observasi, serta penggunaan hanya dua variabel independen, sehingga kemampuan model dalam menjelaskan variasi harga saham masih rendah. Selain itu, periode observasi yang terbatas pada 2021–2024 dan fokus pada pendekatan regresi linier berganda belum menangkap kemungkinan hubungan nonlinier dan efek dinamis jangka pendek yang sering muncul dalam studi event window dressing dan reaksi pasar terhadap TVA. Penelitian selanjutnya disarankan untuk menambah variabel lain seperti leverage, profitabilitas, ukuran perusahaan, kualitas laba, dan faktor makroekonomi, serta menerapkan metode panel data atau event study agar dinamika harga saham sekitar akhir tahun dapat dianalisis lebih mendalam. Secara praktis, hasil penelitian ini menyiratkan bahwa investor tidak dapat hanya mengandalkan indikator window dressing dan TVA dalam mengambil keputusan investasi pada saham BUMN, melainkan perlu mengintegrasikan analisis fundamental dan makroekonomi, sedangkan bagi regulator, temuan ini dapat menjadi dasar untuk memperkuat transparansi dan pengawasan pelaporan keuangan tanpa menganggap window dressing dan TVA sebagai satu-satunya pemicu volatilitas harga.

REFERENCES

Adnyana, I. M. (2020). *Manajemen investasi dan portofolio*. Graha Ilmu.

Aksan, I., & Gantyowati, E. (2020). Disclosure on sustainability reports, foreign board, foreign ownership, Indonesia sustainability reporting awards, and firm value. *Journal of Accounting and Strategic Finance, 3*(1), 33–51. https://doi.org/10.33005/jasf.v3i1.69

Al Kayyisu, M. (2020). *Reaksi pasar modal terhadap pelantikan Jokowi-Ma'ruf sebagai presiden dan wakil presiden*. http://lib.unnes.ac.id/41948/1/7311415205.pdf

Anggraeny, S., Suhasto, R., & Sasmita, S. (2024). *The influence of loan deposit ratio, liquidity reserve requirement ratio, leverage, and company size on window dressing: Conventional commercial banks listed on the Indonesia Stock Exchange for the period 2018-2022*. https://doi.org/10.31219/osf.io/su3nx

Azzaki, M. A., & Haryono, S. (2021). Return saham, faktor fundamental, dan risiko sistematik pada perusahaan konstruksi dan infrastruktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2015-2019. *Jesya (Jurnal Ekonomi & Ekonomi Syariah), 4*(1), 606–619. https://doi.org/10.36778/jesya.v4i1.362

Behn, M., Mangiante, G., Parisi, L., & Wedow, M. (2019). Behind the scenes of the beauty contest: Window dressing and the G-SIB framework. *SSRN Electronic Journal*. https://doi.org/10.2139/ssrn.3428291

Brealey, R. A., Myers, S. C., Allen, F., & Edmans, A. (2022). *Principles of corporate finance* (14th ed.). McGraw-Hill Education.

Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2019). *Fundamentals of financial management* (15th ed.). Cengage Learning.

Debataraja, & Sunarya. (2023). Pengaruh window dressing terhadap keputusan investasi pada perusahaan LQ45 sektor perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (2017-2021). *IJACC*. https://doi.org/10.33050/ijacc.v4i1.2668

Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance, 25*(2), 383–417. https://doi.org/10.2307/2325486

Febriani, L., Wahyudi, I., & Olimsar, F. (2022). Pengaruh window dressing terhadap keputusan investasi pada perusahaan otomotif dan komponen yang terdaftar di bursa efek Indonesia (2016-2020). *JAR, 2*(1), 112–127. https://doi.org/10.22437/jar.v2i1.17254

Ghozali, I. (2021). *Aplikasi analisis multivariate dengan program IBM SPSS 26* (10th ed.). Badan Penerbit Universitas Diponegoro.

Gryko, J. M., Czapiewski, L., & Lizińska, J. (2024). Corporate cash holdings and earnings quality – Evidence from the stock market in Poland. *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H. Oeconomia, 58*(1), 125–144. https://doi.org/10.17951/h.2024.58.1.125-144

Hardani, Auliya, N. H., Andriani, H., Fardani, R. A., Ustiawaty, J., Utami, E. F., Sukmana, D. J., & Istiqomah, R. R. (2020). *Metode penelitian kualitatif dan kuantitatif*. Pustaka Ilmu.

Heliani, H. (2023). Relationship between working