

REAKSI PASAR MEMODERASI *GROWTH OPTION* DAN *PUBLIC OWNERSHIP* TERHADAP KINERJA KEBERLANJUTAN

Faza Wahyu Anggrainy^{1*}, Iin Rosini², Nofryanti³

^{1,2,3}Magister Akuntansi, Universitas Pamulang
fazawahyua@gmail.com

ABSTRACT

Sustainability performance is a strategic element for energy sector companies, given the sector's substantial contribution to national carbon emissions and the increasing demands from investors and regulators regarding the implementation of Environmental, Social, and Governance (ESG) principles. This study aims to analyze the effect of growth options and public ownership on sustainability performance, with market reaction serving as a moderating variable, in energy sector companies listed on the Indonesia Stock Exchange during the 2020–2024 period. The study employs a quantitative associative method using secondary data obtained from corporate financial statements and sustainability reports. The research population includes all energy sector companies, and purposive sampling is applied to obtain 24 firms as the sample. Sustainability performance is measured using the Global Reporting Initiative (GRI) disclosure index, growth options are measured by Price to Book Value (PBV), public ownership is measured by the percentage of public share ownership, and market reaction is measured using Cumulative Abnormal Return (CAR). Firm size and profitability are used as control variables. Data analysis is conducted using panel data regression with a Moderated Regression Analysis (MRA) approach.

Keywords: Sustainability Performance, Growth Option, Public Ownership, Market Reaction.

ABSTRAK

Kinerja keberlanjutan (*sustainability performance*) merupakan elemen strategis bagi perusahaan sektor energi mengingat tingginya kontribusi sektor ini terhadap emisi karbon nasional serta meningkatnya tuntutan investor dan regulator terkait penerapan prinsip *Environmental, Social, and Governance* (ESG). Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh *growth option* dan *public ownership* terhadap kinerja keberlanjutan dengan reaksi pasar sebagai variabel moderasi pada perusahaan sektor energi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2020–2024. Penelitian ini menggunakan metode kuantitatif asosiatif dengan data sekunder yang diperoleh dari laporan keuangan dan laporan keberlanjutan perusahaan. Populasi penelitian mencakup seluruh perusahaan sektor energi, dengan teknik *purposive sampling* sehingga diperoleh 24 perusahaan sebagai sampel. Kinerja keberlanjutan diukur menggunakan rasio pengungkapan *Global Reporting Initiative* (GRI), *growth option* diukur dengan *Price to Book Value* (PBV), *public ownership* diukur dengan persentase kepemilikan saham publik, dan reaksi pasar diukur menggunakan *Cumulative Abnormal Return* (CAR). Ukuran perusahaan dan profitabilitas digunakan sebagai variabel kontrol. Analisis data dilakukan menggunakan regresi data panel dengan pendekatan *Moderated Regression Analysis* (MRA).

Kata Kunci: Kinerja Keberlanjutan, *Growth Option*, *Public Ownership*, Reaksi Pasar.

PENDAHULUAN

Kinerja keberlanjutan (*sustainability performance*) telah menjadi isu strategis yang semakin penting bagi perusahaan, khususnya pada sektor energi yang memiliki dampak besar

terhadap lingkungan dan masyarakat. Dalam konteks bisnis modern, keberhasilan perusahaan tidak lagi hanya diukur berdasarkan kinerja keuangan, tetapi juga dari kemampuannya mengelola aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola secara berkelanjutan. Kinerja keberlanjutan dipandang sebagai elemen penting untuk memastikan perusahaan dapat tumbuh secara berkelanjutan dalam jangka panjang (Yustina & Rahayu, 2025). Fokus pengukurannya tidak hanya mencakup aspek ekonomi, tetapi juga kontribusi perusahaan terhadap pelestarian lingkungan dan kesejahteraan sosial (Manuhara, 2024). Di Indonesia, perhatian terhadap isu keberlanjutan semakin meningkat seiring dengan tingginya tingkat emisi karbon, eksploitasi sumber daya alam yang berlebihan, serta tekanan dari investor dan regulator untuk memenuhi standar *Environmental, Social, and Governance* (ESG) (OJK, 2021).

Meskipun kesadaran terhadap keberlanjutan semakin berkembang, praktik keberlanjutan perusahaan sektor energi di Indonesia masih menunjukkan hasil yang belum optimal. Data nasional menunjukkan tren peningkatan emisi gas rumah kaca dalam beberapa tahun terakhir, yang mengindikasikan bahwa implementasi strategi keberlanjutan belum sepenuhnya memberikan dampak nyata terhadap pengurangan emisi. Selain itu, meskipun standar pelaporan keberlanjutan seperti *Global Reporting Initiative* (GRI) telah tersedia sebagai pedoman internasional, tingkat dan kualitas pengungkapan keberlanjutan antarperusahaan masih sangat bervariasi. Kondisi ini mencerminkan adanya kesenjangan antara tuntutan keberlanjutan dan praktik yang dijalankan perusahaan, sehingga menimbulkan pertanyaan mengenai faktor-faktor yang mendorong perusahaan untuk benar-benar meningkatkan kinerja keberlanjutan, bukan sekadar memenuhi kewajiban pelaporan (Setiadi, Abbas, & Hidayat, 2023).

Dari perspektif teoritis dan empiris, kinerja keberlanjutan dipengaruhi oleh kombinasi faktor internal dan eksternal perusahaan. Salah satu faktor internal yang diyakini berperan penting adalah *growth option*, yang menggambarkan peluang pertumbuhan jangka panjang perusahaan melalui investasi strategis dan ekspansi usaha (Myers, 1977). Perusahaan dengan *growth option* yang tinggi cenderung memiliki orientasi jangka panjang dan kesiapan untuk melakukan investasi yang mendukung keberlanjutan, seperti pengembangan energi terbarukan dan inovasi ramah lingkungan (McWilliams & Siegel, 2000). Secara empiris, *growth option* yang diukur menggunakan rasio *Price to Book Value* (PBV) mencerminkan ekspektasi pasar terhadap prospek pertumbuhan perusahaan di masa depan (Ruhayat & Holiawati, 2020). Beberapa penelitian menunjukkan bahwa *growth option* berpengaruh positif terhadap kinerja keberlanjutan, meskipun hasilnya masih menunjukkan perbedaan antar konteks penelitian (Febriyanto, Nofryanti, & Rosini, 2024).

Selain *growth option*, struktur kepemilikan perusahaan, khususnya public ownership, juga berpotensi memengaruhi kinerja keberlanjutan. Kepemilikan saham oleh publik menciptakan tuntutan transparansi dan akuntabilitas yang lebih tinggi, karena perusahaan harus mempertanggungjawabkan kebijakan dan kinerjanya kepada pemegang saham yang beragam (Williams, 2023). Namun, temuan empiris terkait pengaruh *public ownership* terhadap kinerja keberlanjutan masih menunjukkan hasil yang tidak konsisten, karena perbedaan kepentingan antar pemegang saham publik dapat memengaruhi konsistensi kebijakan keberlanjutan perusahaan (Febriyanto, Nofryanti, & Rosini, 2024).

Di samping faktor internal, reaksi pasar merupakan faktor eksternal yang berperan penting dalam membentuk perilaku perusahaan. Reaksi pasar mencerminkan bagaimana investor merespons informasi yang disampaikan perusahaan, termasuk kebijakan dan kinerja keberlanjutan. Respons pasar yang positif dapat menjadi sinyal bagi manajemen bahwa strategi keberlanjutan diapresiasi oleh investor, sehingga mendorong perusahaan untuk mempertahankan atau meningkatkan komitmen keberlanjutan (Iskandar dkk, 2025). Namun,

bukti empiris terkait peran reaksi pasar sebagai variabel moderasi masih terbatas dan menunjukkan hasil yang beragam (Pujiani, Rosini, & Nofryanti, 2024).

Berdasarkan uraian tersebut, permasalahan utama dalam penelitian ini adalah belum jelasnya bagaimana *growth option* dan *public ownership* memengaruhi kinerja keberlanjutan perusahaan sektor energi, serta apakah reaksi pasar mampu memperkuat hubungan tersebut. Oleh karena itu, penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh *growth option* dan *public ownership* terhadap kinerja keberlanjutan dengan mempertimbangkan peran moderasi reaksi pasar pada perusahaan sektor energi di Indonesia.

KAJIAN PUSTAKA

Teori Pemangku Kepentingan (*Stakeholder Theory*)

Teori pemangku kepentingan menjelaskan bahwa perusahaan tidak hanya bertujuan memaksimalkan keuntungan pemegang saham, tetapi juga harus memperhatikan kepentingan seluruh pihak yang terlibat atau terdampak oleh aktivitas perusahaan. Freeman (1984) menyatakan bahwa stakeholder mencakup pemegang saham, karyawan, pemerintah, masyarakat, dan lingkungan, sehingga keberlanjutan perusahaan bergantung pada kemampuannya menjaga keseimbangan kepentingan para stakeholder tersebut. Dalam konteks keberlanjutan, perusahaan dituntut untuk menunjukkan tanggung jawab ekonomi, sosial, dan lingkungan sebagai bentuk akuntabilitas kepada stakeholder (Ghozali & Chariri, 2007).

Penerapan praktik keberlanjutan merupakan respons perusahaan terhadap tekanan stakeholder untuk mempertahankan legitimasi sosial. Deegan (2002) menegaskan bahwa pengungkapan sosial dan lingkungan dilakukan perusahaan untuk memperoleh kepercayaan publik. Ruhayat dan Holiawati (2020) menyatakan bahwa perusahaan dengan *growth option* dan kepemilikan publik yang tinggi cenderung meningkatkan kinerja keberlanjutan guna memenuhi ekspektasi stakeholder dan memperkuat posisi jangka panjang perusahaan.

Teori Sinyal (*Signaling Theory*)

Teori sinyal menjelaskan bagaimana manajemen perusahaan menyampaikan informasi kepada investor untuk mengurangi asimetri informasi. Spence (1973) menyatakan bahwa perusahaan dapat mengirimkan sinyal melalui pengungkapan informasi yang mencerminkan kualitas dan prospek perusahaan. Dalam konteks keberlanjutan, laporan ESG dan laporan keberlanjutan berfungsi sebagai sinyal keseriusan perusahaan dalam mengelola risiko lingkungan dan sosial (Connelly dkk., 2011).

Reaksi pasar menjadi indikator utama efektivitas sinyal yang disampaikan perusahaan. Grewal, Riedl, dan Serafeim (2019) menunjukkan bahwa pengungkapan keberlanjutan yang kredibel direspons positif oleh pasar melalui *abnormal return*. Cho, Lee, dan Pfeiffer (2022) menegaskan bahwa respons positif pasar dapat memperkuat komitmen perusahaan terhadap keberlanjutan, sehingga reaksi pasar relevan sebagai variabel moderasi dalam hubungan antara karakteristik perusahaan dan kinerja keberlanjutan.

Kinerja Keberlanjutan

Kinerja keberlanjutan mencerminkan kemampuan perusahaan dalam mengelola aspek ekonomi, sosial, dan lingkungan secara terintegrasi. Elkington (1997) melalui konsep *triple bottom line* menekankan bahwa keberlanjutan tidak hanya berorientasi pada keuntungan, tetapi juga pada kesejahteraan sosial dan pelestarian lingkungan. Ghozali dan Chariri (2007) menyatakan bahwa kinerja keberlanjutan merupakan indikator akuntabilitas perusahaan terhadap *stakeholder*.

Pengukuran kinerja keberlanjutan umumnya mengacu pada standar *Global Reporting Initiative* (GRI). GRI (2018) menyediakan indikator ekonomi, lingkungan, dan sosial yang digunakan untuk menilai tingkat pengungkapan keberlanjutan perusahaan. Setiadi dkk. (2023) menyatakan bahwa rasio pengungkapan GRI mampu mencerminkan komitmen perusahaan terhadap praktik keberlanjutan secara objektif dan dapat diperbandingkan.

Growth Option

Growth option menggambarkan peluang perusahaan untuk melakukan investasi masa depan yang berpotensi menciptakan nilai jangka panjang. Myers (1977) menjelaskan bahwa *growth option* mencerminkan nilai opsi investasi yang dimiliki perusahaan. Ruhiyat dan Holiawati (2020) menyatakan bahwa perusahaan dengan *growth option* tinggi cenderung memiliki orientasi jangka panjang dan kesiapan untuk melakukan investasi berkelanjutan.

Growth option umumnya diukur menggunakan rasio *Price to Book Value* (PBV) yang mencerminkan ekspektasi pasar terhadap prospek pertumbuhan perusahaan. Semakin tinggi PBV, semakin besar kepercayaan pasar terhadap potensi pertumbuhan dan kemampuan perusahaan dalam menjalankan strategi keberlanjutan (Ruhiyat & Holiawati, 2020).

Public Ownership

Public ownership menunjukkan proporsi saham perusahaan yang dimiliki oleh masyarakat luas. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa kepemilikan publik memperkuat mekanisme pengawasan eksternal terhadap manajemen. Dengan meningkatnya kepemilikan publik, tuntutan transparansi dan akuntabilitas perusahaan juga semakin besar.

Ruhiyat dan Holiawati (2020) menjelaskan bahwa kepemilikan publik mendorong perusahaan meningkatkan pengungkapan sosial dan lingkungan guna memenuhi ekspektasi pemegang saham. Tekanan dari pemegang saham publik menjadikan *public ownership* relevan dalam mendorong kinerja keberlanjutan perusahaan.

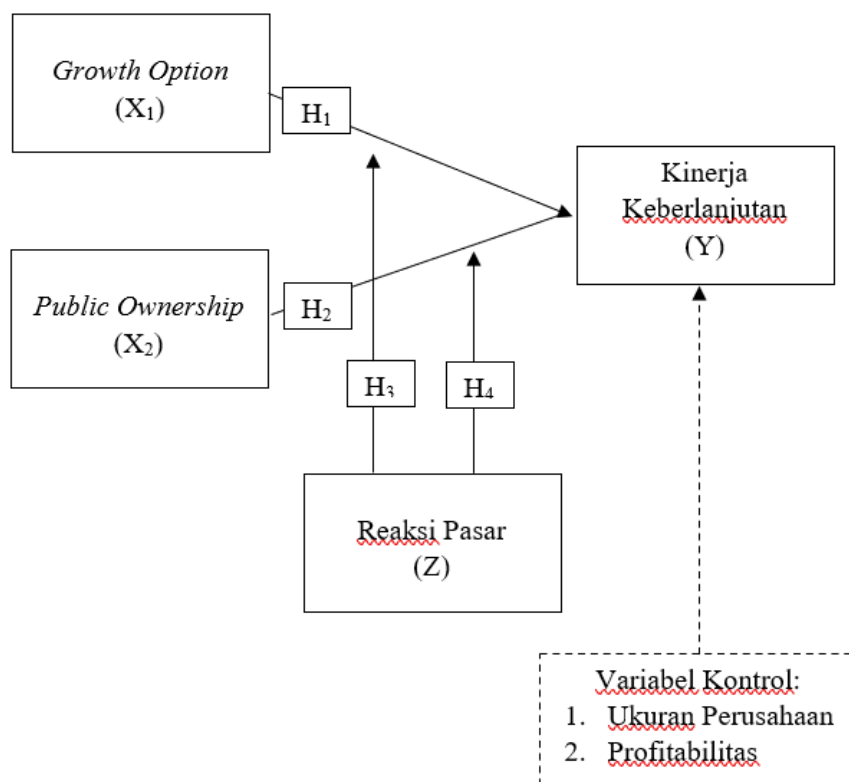
Reaksi Pasar

Reaksi pasar merupakan respons investor terhadap informasi yang dipublikasikan perusahaan. Jogiyanto (2017) menyatakan bahwa reaksi pasar tercermin melalui perubahan harga saham dan *abnormal return*. Dalam penelitian keberlanjutan, reaksi pasar digunakan untuk menilai bagaimana investor menafsirkan sinyal keberlanjutan yang disampaikan perusahaan.

Grewal, Riedl, dan Serafeim (2019) menunjukkan bahwa pengungkapan keberlanjutan dapat memicu reaksi pasar positif apabila dipersepsikan kredibel. Oleh karena itu, reaksi pasar relevan digunakan sebagai variabel moderasi untuk melihat apakah sinyal keberlanjutan memperkuat hubungan antara karakteristik perusahaan dan kinerja keberlanjutan.

Kerangka Berpikir

Dalam penelitian ini, terdapat dua variabel independen, yaitu *Growth Option* (X_1) dan *Public Ownership* (X_2), satu variabel dependen, yaitu Kinerja Keberlanjutan (Y), satu variabel moderasi yaitu Reaksi Pasar (Z) dan dua variabel *control* (C) yaitu Ukuran Perusahaan dan Profitabilitas. Adapun kerangka berpikir penelitian ini dapat digambarkan sebagai berikut:



METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan jenis penelitian asosiatif, yaitu penelitian yang bertujuan untuk menguji hubungan dan pengaruh antarvariabel secara empiris (Sugiyono, 2019). Pendekatan ini dipilih karena penelitian berfokus pada pengujian pengaruh *growth option* dan *public ownership* terhadap kinerja keberlanjutan dengan reaksi pasar sebagai variabel moderasi. Penelitian ini berlandaskan pada filsafat positivisme yang menekankan penggunaan data empiris, pengukuran objektif, serta analisis statistik dalam pengujian hipotesis.

Subjek penelitian adalah perusahaan sektor energi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (IDXENERGY), sedangkan objek penelitian meliputi *growth option*, *public ownership*, reaksi pasar, kinerja keberlanjutan, ukuran perusahaan, dan profitabilitas. Penelitian dilakukan pada periode pengamatan tahun 2020 hingga 2024 dengan lokasi penelitian berada di pasar modal Indonesia, khususnya Bursa Efek Indonesia. Data yang digunakan merupakan data sekunder yang diperoleh dari laporan keuangan tahunan, laporan keberlanjutan, serta informasi pendukung lainnya yang diakses melalui situs resmi Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id).

Populasi penelitian mencakup seluruh perusahaan sektor energi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2020–2024, dengan total populasi sebanyak 91 perusahaan. Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling*, dengan kriteria perusahaan sektor energi yang secara konsisten terdaftar di BEI, memublikasikan laporan keuangan tahunan yang berakhir pada 31 Desember, serta menerbitkan laporan tahunan atau laporan keberlanjutan yang memuat informasi kinerja keberlanjutan selama periode penelitian. Berdasarkan kriteria tersebut, diperoleh sampel penelitian yang memenuhi syarat untuk dianalisis. Adapun proses penyaringan sampel berdasarkan kriteria tersebut disajikan secara rinci pada tabel yang menggambarkan tahapan penentuan sampel penelitian:

Keterangan	Tidak Memenuhi	Memenuhi
Perusahaan sektor energi (IDXENERGY) yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2020-2024.		91
Perusahaan sektor energi yang memublikasikan laporan keuangan tahunan yang berakhir pada 31 Desember selama periode 2020-2024.	(36)	55
Perusahaan sektor energi yang memublikasikan laporan tahunan (<i>annual report</i>) yang berisi informasi terkait kinerja keberlanjutan selama periode 2020-2024.	(31)	24
Jumlah Sampel		24
Total Sampel Penelitian 5 Tahun x 24		120

Instrumen penelitian berupa dokumentasi laporan keuangan dan laporan keberlanjutan perusahaan. Definisi operasional, indikator pengukuran, sumber data, dan skala pengukuran untuk masing-masing variabel penelitian disajikan secara sistematis dalam tabel berikut:

Nama Variabel	Indikator	Sumber	Skala
Kinerja Keberlanjutan (Y)	Pengungkapan indikator GRI	Ruhayat dan Holiawati (2020)	Rasio
<i>Growth Option</i> (X_1)	$\text{PBV: } \frac{\text{Harga Pasar Saham}}{\text{Nilai Buku Per Lembar Saham}}$		Rasio
<i>Public Ownership</i> (X_2)	$\text{KSP: } \left(\frac{\text{Jumlah Kepemilikan Saham Publik}}{\text{Total Lembar Saham Perusahaan}} \right) \times 100\%$		Rasio
Reaksi Pasar (Z)	$\text{Cumulative Abnormal Return (CAR): } CAR_i = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{i,t}$	Pujiani dkk (2024)	Rasio
Ukuran Perusahaan (C_1)	Size = ln(Total Aset)	Haniffa (2005)	Rasio
Profitabilitas (C_2)	ROA = (Laba Bersih / Total Aset) \times 100%	Hackston (1996)	Rasio

Sumber: Data diolah oleh peneliti (2025)

Teknik pengumpulan data dilakukan melalui studi kepustakaan dan riset internet untuk memperoleh data dan literatur yang relevan. Analisis data dilakukan menggunakan regresi data panel dengan bantuan perangkat lunak *EViews*, guna menguji pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen serta peran moderasi reaksi pasar dengan memasukkan variabel kontrol agar hasil estimasi lebih akurat dan tidak bias.

HASIL DAN PEMBAHASAN

A. Estimasi Model Regresi Data Panel

1. Uji *Chow*

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	25.042725	(23,92)	0.0000
Cross-section Chi-square	237.896841	23	0.0000

Berdasarkan hasil uji *Chow*, nilai probabilitas *Cross-section F* dan *Cross-section Chi-square* masing-masing sebesar 0,0000 ($< 0,05$), sehingga model fixed effect dinyatakan lebih tepat digunakan dibandingkan *common effect model* karena adanya perbedaan karakteristik antar perusahaan.

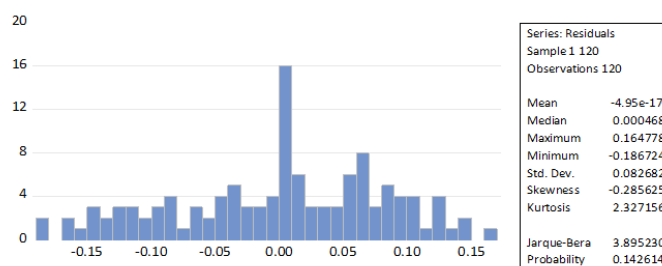
2. Uji Hausman

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	9.680739	4	0.0462

Berdasarkan uji *Hausman*, nilai probabilitas sebesar 0,0462 ($< 0,05$) menunjukkan bahwa model *fixed effect* lebih tepat digunakan dibandingkan *random effect*, karena mampu menangkap perbedaan karakteristik antar perusahaan secara lebih konsisten.

B. Uji Asumsi Klasik

1. Uji Normalitas



Hasil uji Jarque-Bera menunjukkan nilai probabilitas sebesar 0,142614 ($> 0,05$), sehingga residual dinyatakan berdistribusi normal dan asumsi kenormalan pada model regresi telah terpenuhi.

2. Uji Multikolinieritas

Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
C	0.041552	367.2595	NA
PBV	4.85E-06	1.132541	1.052218
KSP	0.006754	4.228441	1.214339
SIZE	4.23E-05	298.1221	1.318882
ROA	0.009884	1.553219	1.121055

Berdasarkan tabel di atas, seluruh variabel independen memiliki nilai Centered VIF di bawah 10, sehingga model regresi bebas dari multikolinieritas dan estimasi koefisien dapat dilakukan tanpa distorsi.

3. Uji Heteroskedastisitas

F-statistic	0.886977	Prob. F(14,105)	0.5748
Obs*R-squared	12.69078	Prob. Chi-Square(14)	0.5510
Scaled explained SS	6.447573	Prob. Chi-Square(14)	0.9539

Berdasarkan hasil uji heteroskedastisitas seluruh nilai probabilitas berada di atas 0,05, sehingga tidak terdapat heteroskedastisitas dan asumsi homoskedastisitas pada model regresi telah terpenuhi.

4. Uji Autokolerasi

F-statistic	2.817034	Prob. F(2,105)	0.0643
Obs*R-squared	6.060104	Prob. Chi-Square(2)	0.0831
R-squared	0.050925	Mean dependent var	-1.37E-18
Adjusted R-squared	0.366579	S.D. dependent var	0.052036
S.E. of regression	0.053740	Akaike info criterion	-2.899192
Sum squared resid	0.303237	Schwarz criterion	-2.572236
Log likelihood	186.5019	Hannan-Quinn criter.	-2.766426
F-statistic	0.433390	Durbin-Watson stat	1.969023
Prob(F-statistic)	0.954089		

Berdasarkan uji autokorelasi nilai Prob. Chi-Square sebesar 0,0831 ($> 0,05$) menunjukkan tidak adanya autokorelasi berdasarkan uji Breusch–Godfrey. Selain itu, nilai Durbin–Watson sebesar 1,969023 berada pada rentang $DU < DW < 4 - DU$ ($1,715 < 1,969023 < 2,285$), sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi bebas dari autokorelasi dan layak digunakan untuk analisis selanjutnya.

C. Uji Regresi Data Panel

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.634217	0.715023	-2.285543	0.0246
PBV	0.000190	0.000070	2.714000	0.0085
KSP	0.085332	0.092850	0.919030	0.0031
SIZE	0.072923	0.023963	3.043115	0.0031
ROA	0.090560	0.040000	2.264000	0.0260

$$Y = -1.634217 + 0.000190(PBV) + 0.085332(KSP) + 0.072923(SIZE) + 0.090560(ROA) + e$$

Hasil estimasi menunjukkan bahwa konstanta bernilai negatif, yang mengindikasikan kinerja keberlanjutan bernilai $-1,634217$ ketika seluruh variabel independen berada pada kondisi konstan. Seluruh variabel independen memiliki koefisien positif, yang berarti peningkatan PBV, KSP, SIZE, dan ROA masing-masing diikuti oleh peningkatan kinerja keberlanjutan dengan asumsi variabel lain tetap. Dengan demikian, *growth option*, *public ownership*, ukuran perusahaan, dan profitabilitas berkontribusi positif dalam mendorong peningkatan kinerja keberlanjutan perusahaan.

D. Uji Hipotesis

1. Uji Signifikan Simultan (Uji Statistik F)

F-statistic	21.88604	Durbin-Watson stat	1.927570
Prob(F-statistic)	0.000000		

Hasil uji F pada model *Fixed Effect* menunjukkan nilai F_{hitung} sebesar 21.88604 dengan probabilitas 0.000000. Nilai tersebut lebih besar dari F_{tabel} (± 2.68) dan tingkat signifikansinya lebih kecil dari 0.05, sehingga H_0 ditolak. Dengan demikian, PBV, KSP, SIZE, dan ROA secara simultan berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen dan mampu menjelaskan variasi kinerja keberlanjutan dalam model penelitian.

2. Uji Signifikan Parsial (Uji Statistik t)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.634217	0.715023	-2.285543	0.0246
PBV	0.000190	0.000070	2.714000	0.0085
KSP	0.085332	0.092850	0.919030	0.0031
SIZE	0.072923	0.023963	3.043115	0.0031
ROA	0.090560	0.040000	2.264000	0.0260

Berdasarkan hasil uji signifikan parsial (uji t) dengan nilai t_{tabel} sebesar 1.97997 pada tingkat signifikansi 0.05, variabel PBV memiliki nilai t_{hitung} sebesar 2.714000 dengan probabilitas 0.0085, sehingga $t_{hitung} > t_{tabel}$ dan probabilitas < 0.05 yang menunjukkan bahwa PBV berpengaruh signifikan terhadap kinerja keberlanjutan. Variabel KSP memiliki nilai t_{hitung} sebesar 0.919030 dengan probabilitas 0.0031, di mana $t_{hitung} < t_{tabel}$ namun probabilitas < 0.05 sehingga KSP tetap menunjukkan pengaruh signifikan secara statistik. Variabel SIZE memiliki nilai t_{hitung} sebesar 3.043115 dengan probabilitas 0.0031, sehingga $t_{hitung} > t_{tabel}$ dan probabilitas < 0.05 yang menandakan pengaruh signifikan terhadap kinerja keberlanjutan. Variabel ROA memiliki nilai t_{hitung} sebesar 2.264000 dengan probabilitas 0.0260, di mana $t_{hitung} > t_{tabel}$ dan probabilitas < 0.05 , sehingga ROA juga berpengaruh signifikan terhadap kinerja keberlanjutan.

3. Koefisien Determinasi (R²)

R-squared	0.865285	Mean dependent var	0.583708
Adjusted R-squared	0.625749	S.D. dependent var	0.131363

Nilai *Adjusted R-squared* sebesar 0.625749 menunjukkan bahwa PBV, KSP, SIZE, dan ROA mampu menjelaskan 62,57% variasi kinerja keberlanjutan, sedangkan 37,43% sisanya dipengaruhi oleh faktor lain di luar model penelitian.

E. Analisis Regresi Moderasi

1. Uji Regresi Data Panel Moderasi

$$Y = 0,268332 + 0,000530 (\text{PBV}) + 0,020107 (\text{KSP}) + 0,009822 (\text{SIZE}) + 0,158468 (\text{ROA}) + 0,001450 (\text{PBV} \times \text{CAR}) - 0,042252 (\text{KSP} \times \text{CAR}) + 0,001476 (\text{SIZE} \times \text{CAR}) - 0,144730 (\text{ROA} \times \text{CAR}) + \varepsilon$$

Hasil estimasi regresi moderasi menunjukkan bahwa konstanta bernilai 0,268332, yang merefleksikan tingkat kinerja keberlanjutan ketika seluruh variabel berada pada kondisi konstan. Variabel PBV dan KSP memiliki koefisien positif, yang menunjukkan bahwa *growth option* dan *public ownership* berhubungan positif dengan kinerja keberlanjutan. Koefisien interaksi PBV×CAR sebesar 0,001450 dengan probabilitas 0,0484 mengindikasikan bahwa reaksi pasar mampu memperkuat pengaruh *growth option* terhadap kinerja keberlanjutan. Sebaliknya, koefisien interaksi KSP×CAR sebesar −0,042252 menunjukkan arah negatif dan tidak signifikan, sehingga reaksi pasar tidak berperan sebagai moderator pada hubungan *public ownership* terhadap kinerja keberlanjutan.

2. Uji Signifikan Simultan (Uji Statistik F) MRA

F-statistic	9.413810	Durbin-Watson stat	1.434086
Prob(F-statistic)	0.038478		

Berdasarkan tabel di atas nilai F_{hitung} sebesar 9.413810 lebih besar dari F_{tabel} sebesar 2,29 dengan probabilitas 0,038478 yang lebih kecil dari 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa H_0 ditolak, sehingga *growth option*, *public ownership*, reaksi pasar, serta interaksi antara *growth option* dan *public ownership* dengan reaksi pasar secara simultan berpengaruh signifikan terhadap kinerja keberlanjutan.

3. Uji Signifikan Parsial (Uji Statistik t) MRA

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
PBVCAR	0.001450	0.002186	0.663549	0.0484
KSPCAR	-0.042252	0.093731	-0.450775	0.6530
SIZECAR	0.001476	0.001157	1.274860	0.0205
ROACAR	-0.144730	0.093812	-1.542768	0.0157

Berdasarkan pengujian dengan 120 sampel pada tingkat signifikansi 0,05 ($t_{tabel} = 1,97997$), hasil uji moderasi menunjukkan bahwa interaksi *growth option* dengan reaksi pasar ($\text{PBV} \times \text{CAR}$) memiliki koefisien positif sebesar 0,001450 dengan probabilitas 0,0484 ($< 0,05$), sehingga reaksi pasar terbukti berperan sebagai variabel moderasi yang memperkuat pengaruh *growth option* terhadap kinerja keberlanjutan. Sebaliknya, interaksi *public ownership* dengan reaksi pasar ($\text{KSP} \times \text{CAR}$) memiliki koefisien −0,042252 dengan nilai probabilitas 0,6530 ($> 0,05$), yang menunjukkan bahwa reaksi pasar tidak berperan sebagai variabel moderasi pada hubungan *public ownership* terhadap kinerja keberlanjutan, meskipun arah pengaruhnya cenderung melemahkan.

4. Koefisien Determinasi Moderasi (R²) MRA

R-squared	0.192473	Mean dependent var	0.113420
Adjusted R-squared	0.157066	S.D. dependent var	0.057389

Nilai *Adjusted R-squared* model moderasi sebesar 0,157066 menunjukkan bahwa *growth option* dan *public ownership* yang dimoderasi oleh reaksi pasar hanya mampu

menjelaskan 15,71% variasi kinerja keberlanjutan, sedangkan 84,29% dijelaskan oleh faktor lain di luar model. Dibandingkan model sebelum moderasi, nilai *Adjusted R-squared* menurun dari 0,625749 menjadi 0,157066, yang mengindikasikan bahwa penambahan reaksi pasar sebagai variabel moderasi tidak meningkatkan daya jelas model. Hasil analisis peran moderasi menunjukkan bahwa reaksi pasar berperan sebagai quasi moderator pada hubungan *growth option* (PBV) terhadap kinerja keberlanjutan karena interaksi $PBV \times CAR$ signifikan, sedangkan pada hubungan *public ownership* (KSP) terhadap kinerja keberlanjutan, reaksi pasar tidak berperan sebagai moderator dan diklasifikasikan sebagai *homologizer* moderasi.

SIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh *growth option* dan *public ownership* terhadap kinerja keberlanjutan serta peran reaksi pasar sebagai variabel moderasi pada perusahaan sektor energi di Indonesia. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *growth option* dan *public ownership* memiliki peran penting dalam mendorong peningkatan kinerja keberlanjutan perusahaan. Perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang lebih besar cenderung memiliki orientasi jangka panjang dan komitmen yang lebih kuat dalam mengintegrasikan aspek keberlanjutan ke dalam strategi bisnisnya. Di sisi lain, keberadaan kepemilikan publik turut mendorong perusahaan untuk meningkatkan transparansi dan akuntabilitas, sehingga praktik keberlanjutan menjadi lebih diperhatikan. Lebih lanjut, reaksi pasar terbukti mampu memperkuat hubungan antara *growth option* dan kinerja keberlanjutan, yang menunjukkan bahwa respons positif investor dapat meningkatkan dorongan perusahaan untuk mengoptimalkan kinerja keberlanjutannya. Namun demikian, reaksi pasar tidak berperan dalam memoderasi hubungan antara *public ownership* dan kinerja keberlanjutan, yang mengindikasikan bahwa tekanan pasar belum sepenuhnya menjadi faktor penentu dalam memperkuat pengaruh struktur kepemilikan publik terhadap praktik keberlanjutan perusahaan.

Berdasarkan hasil penelitian, perusahaan sektor energi disarankan untuk lebih mengoptimalkan peluang pertumbuhan yang dimiliki dengan mengintegrasikan strategi keberlanjutan sebagai bagian dari kebijakan jangka panjang perusahaan, sehingga mampu meningkatkan nilai perusahaan sekaligus memenuhi ekspektasi pemangku kepentingan. Manajemen juga perlu meningkatkan kualitas komunikasi dan pengungkapan informasi keberlanjutan agar respons pasar dapat terbentuk secara lebih positif dan konstruktif. Bagi investor, hasil penelitian ini dapat menjadi bahan pertimbangan dalam menilai prospek keberlanjutan perusahaan, tidak hanya dari sisi kinerja keuangan tetapi juga dari komitmen jangka panjang terhadap aspek lingkungan dan sosial. Sementara itu, bagi peneliti selanjutnya disarankan untuk menambahkan variabel lain, seperti kualitas tata kelola perusahaan, tekanan regulasi, atau karakteristik industri, serta menggunakan periode pengamatan yang lebih panjang agar mampu memberikan gambaran yang lebih komprehensif mengenai faktor-faktor yang memengaruhi kinerja keberlanjutan perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Aditya, R., & Kurniawan, B. (2021). *Market reaction to corporate sustainability activities in emerging markets*. Jurnal Pasar Modal Indonesia, 5(2), 55–68.
- Aiken, L. S., & West, S. G. (1991). *Multiple regression: Testing and interpreting interactions*. Sage Publications.
- Alkurdi, A. (2022). *Ownership structure and firm performance in emerging markets*. Journal of Financial Reporting, 11(2), 88–104.
- Aprilia, D. (2019). *Metodologi penelitian kuantitatif untuk ilmu sosial*. Deepublish.

- Ardyaningsih, P. (2022). *Public ownership and environmental disclosure quality in Indonesian listed firms*. Jurnal Akuntansi Multiparadigma, 13(1), 45–60.
- Azizah, N. (2024). Analisis variabel moderasi dalam penelitian manajemen keuangan. Jurnal Riset Akuntansi, 12(1), 44–59.
- Bisnis Indonesia. (2023). Respons perusahaan energi terhadap regulasi lingkungan di Indonesia. Bisnis Media Nusantara.
- BPS. (2023). Statistik emisi gas rumah kaca Indonesia 2018–2022. Badan Pusat Statistik.
- Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., & Reutzel, C. R. (2011). *Signaling theory: A review and assessment*. Journal of Management, 37(1), 39–67.
- Cormier, D., Ledoux, M., & Magnan, M. (2011). *The informational value of environmental disclosure*. J. Environmental Economics & Management, 25(2), 119–135.
- Deegan, C. (2002). Introduction: *The legitimising effect of social and environmental disclosures*. Accounting, Auditing & Accountability Journal, 15(3), 282–311.
- Deloitte. (2022). *Sustainability reporting and GRI standards*. Deloitte Insights.
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). *The impact of corporate sustainability on organizational processes*. Management Science, 60(11), 2835–2857.
- Endang Ruhayat, & Holiawati, Y. (2020). Pengaruh *public ownership* dan *growth option* terhadap kinerja keberlanjutan. Jurnal Akuntansi Berkelanjutan Indonesia, 3(2), 55–70.
- ESDM. (2023). Laporan tahunan sektor energi nasional. Kementerian ESDM.
- Fathurohman, T., Pramudito, A., & Widodo, A. (2022). *Public ownership and environmental disclosure*. Jurnal Akuntansi Indonesia, 15(1), 33–48.
- Febriyanto, M. I., Nofryanti, & Rosini, I. (2024). *Green innovation, growth option, and public ownership on sustainability performance*. Jurnal Ekonomi dan Bisnis Nasional, 14(1), 33–48.
- Fiantika, F. R. (2022). Metode dokumentasi dalam riset sosial. Alfabeta.
- Flammer, C. (2021). *Corporate green bonds*. Journal of Financial Economics, 142(2), 499–516.
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Pitman Publishing.
- Gaver, J., & Gaver, J. (1993). *Investment opportunity and corporate decisions*. Journal of Accounting & Economics, 16, 125–160.
- Ghozali, I. (2013). Aplikasi analisis *multivariate* dengan program SPSS. BP Undip.
- Ghozali, I. (2016). Aplikasi *multivariate* dengan SPSS 24. BP Undip.
- Ghozali, I. (2017). Ekonometrika: Teori dan aplikasi EViews. BP Undip.
- Ghozali, I. (2018). *Multivariate analysis with IBM SPSS 26*. BP Undip.
- GRI. (2018). *GRI Standards: Sustainability reporting guidelines*. GRI.
- GRI. (2021). *GRI Standards: Comprehensive guide*. GRI.
- Grewal, J., Riedl, E., & Serafeim, G. (2019). *Market reaction to nonfinancial disclosure*. Journal of Accounting & Economics, 70, 1–27.
- Hakim, D. R. (2021). *Growth options & sustainability performance*. Jurnal Manajemen dan Keuangan, 18(2), 77–89.
- Harrison, J. S., & Wicks, A. C. (2013). *Stakeholder value and firm performance*. Business Ethics Quarterly, 23(1), 97–124.
- Haniffa, R., & Cooke, T. (2005). *Culture & corporate sustainability reporting*. Journal of Accounting and Public Policy, 24(5), 391–430.
- IEA. (2022). *World Energy Outlook*. IEA Publications.
- Imam, Nindito, & Gurendrawati. (2024). *Green innovation & firm value*. Jurnal Manajemen Indonesia, 9(1), 77–91.

- Iskandar, A., Sylvia, D., & Septiany, D. (2025). *ESG disclosure & market reaction*. *Journal of Sustainable Finance*, 7(1), 22–40.
- Jamali, D. (2008). *CSR as stakeholder engagement*. *Business Ethics: A European Review*, 17(1), 21–33.
- KLHK. (2023). Laporan tahunan emisi karbon Indonesia 2023. Kementerian LHK.
- KPMG. (2020). *KPMG survey of sustainability reporting*. KPMG International.
- Lestari, I. (2025). *Public ownership & sustainability reporting*. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 17(1), 45–62.
- McWilliams, A., & Siegel, D. (2000). *CSR & performance*. *SMJ*, 21(5), 603–609.
- Michelon, G. (2011). *Stakeholder engagement & CSR reporting*. *Accounting Forum*, 35(2), 75–88.
- Morris, R. (1987). *Signaling and accounting choice*. *Accounting and Business Research*, 18(69), 47–56.
- Myers, S. C. (1977). *Determinants of corporate borrowing*. *JFE*, 5(2), 147–175.
- Nugroho, A. (2023). *Sustainability & ownership structure*. *Jurnal Keuangan dan Investasi Indonesia*, 12(1), 14–27.
- Parmar, B. L., et al. (2010). *Stakeholder theory: The state of the art*. *Academy of Management Annals*, 4(1), 403–445.
- Pertamina Geothermal Energy. (2023). *Sustainability performance report 2023*. PGE Indonesia.
- Polancik, M. (2022). *Research design development*. *Int. Journal of Social Science Research*, 8(1), 12–25.
- Porwani, D. (2022). *Framework construction in research*. *Jurnal Ilmu Pendidikan*, 14(2), 99–109.
- Pujiani, A. N., Rosini, I., & Nofryanti, E. (2024). *Market reaction & sustainability reporting*. *IJAMESC*, 2(5), 55–68.
- Puspitasari, H., & Mahmud, A. (2023). *ESG disclosure and market response*. *Jurnal Pasar Modal*, 9(3), 101–115.
- Putri, S., & Khusnah, S. (2022). *Green innovation & firm value*. *Jurnal Ekonomi Modern*, 10(2), 55–70.
- Qing, C., & Jin, S. (2023). *Digital transformation, ESG, and sustainability*. arXiv.
- Rahmawati, R., & Santoso, D. (2023). *Market reaction to sustainability disclosure*. *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*, 23(2), 144–157.
- Setiadi, I., Abbas, D. S., & Hidayat, I. (2023). *Firm characteristics & sustainability*. *Competitive*, 7(1), 55–70.
- Smith, C. W., & Watts, R. (1992). *Investment opportunity set and corporate policy*. *JFE*, 32(3), 263–292.
- Smith, & Rogers, D. (2023). *Sustainable green innovation & firm value*. *Journal of Clean Development*, 17(4), 122–138.
- Spence, M. (1973). *Job market signaling*. *Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374.
- Sugiyono. (2019). *Metode penelitian kuantitatif, kualitatif, dan R&D*. Alfabeta.
- Sukmawati, L., & Effendy, L. (2024). *Green innovation & sustainability in hospitality*. *Jurnal Akuntansi Manado*, 5(2), 44–55.
- Tay, B., & Sundiman, D. (2021). *Green innovation & performance*. *DeReMa Jurnal Manajemen*, 16(1), 55–71.
- Turner, M. (2023). *Challenges in green innovation*. *Environmental Innovation and Societal Transitions*, 45, 101–119.
- Williams, L. M. (2023). *Public ownership and sustainability reporting*. *Sustainability Accounting Journal*, 12(4), 255–270.

- Wibowo, W., et al. (2020). *Firm size, profitability, and sustainability*. Jurnal Akuntansi Keuangan Indonesia, 7(2), 33–50.
- World Energy Council. (2021). *Global Energy Sustainability Indicators*. WEC.