

Ukuran Perusahaan sebagai Pemoderasi Pengaruh Status Indeks Saham Syariah terhadap Nilai Perusahaan: Bukti dari Jakarta Islamic Index

Renny Wulandari¹, Alfa Rahmiati², Risal³, Endang Kristiawati⁴

^{1,3,4}Departemen Akuntansi, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Panca Bhakti, Pontianak, Kalimantan Barat, Indonesia

²Departemen Akuntansi, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Airlangga, Surabaya, Indonesia

rennywulandari@upb.ac.id

ABSTRAK

Tujuan penelitian ini untuk menguji peran ukuran perusahaan sebagai variabel moderasi pada pengaruh status perusahaan terindeks saham syariah terhadap nilai perusahaan. Menggunakan 720 observasi perusahaan-tahun yang terindeks dalam Jakarta Islamic Index (JII) dari tahun 2012-2023 diuji dengan metode *Moderated Regression Analysis* (MRA). Hasil uji membuktikan bahwa status perusahaan terindeks saham syariah memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Namun, pengaruh positif ini akan melemah seiring dengan besarnya perusahaan. Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa biaya agensi dan kompleksitas manajerial pada perusahaan besar dapat mengurangi manfaat status perusahaan terindeks saham syariah dalam meningkatkan nilai perusahaan. Penelitian ini memberikan kontribusi teoritis dengan mendukung teori sinyal, yang menyatakan bahwa sinyal positif dari status syariah dapat terdistorsi oleh tantangan operasional pada perusahaan besar. Implikasi praktis bagi manajer perusahaan, perusahaan besar yang terindeks syariah perlu meningkatkan efisiensi pengelolaan aset dan mengurangi *agency costs* untuk memaksimalkan manfaat dari status terindeks syariah.

Volume 10
Nomor 1
Halaman 225-242
Makassar, Juni 2025
p-ISSN 2528-3073
e-ISSN 24656-4505

Tanggal masuk
9 Juni 2025
Tanggal diterima
16 Juni 2025
Tanggal dipublikasi
17 Juni 2025

Kata kunci:

Status Perusahaan
Terindeks Saham Syariah,
Ukuran Perusahaan, Nilai
Perusahaan.

Keywords:

Sharia stock indexed
company status, firm size,
firm value.

ABSTRACT

This study aims to examine the role of firm size as a moderating variable in the relationship between sharia stock indexed status and firm value. By used a sample of 720 observations of companies listed on the Jakarta Islamic Index (JII) during the period 2012-2023, this study applied the *Moderated Regression Analysis* (MRA) method. The results show that sharia-indexed status has a positive effect on firm value, but this effect weakens in firms with larger size. The findings reveal that agency costs and managerial complexity in large firms may reduce the benefits of sharia compliance in enhancing firm value. This study makes a theoretical contribution by supporting signaling theory, which suggests that positive signals from Shariah status may be distorted by operational challenges in large firms. Practical implications for corporate managers: Large sharia-indexed companies need to improve asset management efficiency and reduce agency costs to maximize the benefits of sharia index status.



Mengutip artikel ini sebagai : Wulandari, R., Rahmiati, A., Risal dan Kristiawati, E. 2025. Ukuran Perusahaan sebagai Pemoderasi Pengaruh Status Indeks Saham Syariah terhadap Nilai Perusahaan: Bukti dari Jakarta Islamic Index. *Tangible Jurnal*, 10, No. 1, Juni 2025, Hal. 225-242. <https://doi.org/10.53654/tangible.v10i1.620>

PENDAHULUAN

Investasi dalam saham syariah telah menjadi tren yang semakin signifikan dalam beberapa tahun terakhir. Hal ini disebabkan oleh meningkatnya minat investor terhadap instrumen investasi yang sesuai dengan prinsip-prinsip syariah (Masud dan Uluyol, 2024; Albada et al., 2023; Munusamy, 2018; Tajuddin et al., 2018). Dengan

mayoritas penduduk Indonesia yang beragama Islam, menurut Badan Pusat Statistik (BPS) berjumlah sekitar 87%, sehingga dengan besarnya jumlah penduduk muslim, membuat pasar investasi syariah memiliki potensi besar. Pasar ini tidak hanya mencerminkan nilai-nilai etis dan religius masyarakat Muslim, tetapi juga membuka peluang bagi perusahaan untuk memperoleh modal tambahan dari para investor syariah (Quthbi, 2017). Saham syariah dikenal memiliki beberapa keunggulan, seperti kualitas dividen yang stabil, tata kelola perusahaan yang baik, serta risiko saham yang lebih kecil dibandingkan dengan saham konvensional (Ben-Nasr dan Ghouma, 2021; Haseeb et al., 2022; N. Ullah et al., 2022).

Selain itu, indeks saham syariah memberikan nilai tambah berupa transparansi dan reputasi yang baik, yang menjadi strategi penting bagi perusahaan dalam menghadapi persaingan di pasar yang berkembang pesat (Mehmood et al., 2024). Dalam pengambilan keputusan investasi, investor juga mempertimbangkan aspek etika dan kepatuhan syariah, sehingga menciptakan rasa aman bagi investor dan meningkatkan daya tarik saham syariah (Boudt et al., 2019; Fama dan French, 1998; Hassan et al., 2022).

Meskipun berbagai studi menunjukkan bahwa status perusahaan sebagai emiten syariah dapat meningkatkan nilai perusahaan (Hati et al., 2023; Lusiana dan Sherif, 2017; Mayes dan Alqahtani, 2015), beberapa penelitian lain mengungkapkan hasil yang berbeda, di mana saham syariah justru dapat menurunkan nilai perusahaan (Hanafi dan Hanafi, 2022; Jaballah et al., 2018; Tawfik dan Elmaasrawy, 2023). Penelitian Jaballah et al. (2018) juga menemukan bahwa indek saham syariah di AS menghasilkan reaksi yang negatif yang berpotensi menurunkan nilai perusahaan. Begitu juga yang diperoleh jauh sebelumnya oleh Merdad et al. (2015) bahwa *islamic firm* menunjukkan rata-rata pengembalian saham yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan konvensional. Hal ini menunjukkan bahwa status sebagai perusahaan terindeks syariah saja tidak cukup untuk menjelaskan nilai perusahaan, melainkan ada faktor lain yang turut memengaruhi, salah satunya adalah ukuran perusahaan.

Ukuran perusahaan memiliki peran penting sebagai variabel moderasi karena perusahaan besar memiliki lebih banyak sumber daya, kapabilitas, dan stabilitas yang dapat meningkatkan kepercayaan investor, sementara perusahaan kecil menghadapi tantangan yang lebih besar dalam mengelola sumber daya terbatas (Makri dan Kabra, 2023). Hal penting lainnya, perusahaan yang terindeks merupakan perusahaan konvensional namun mendapatkan status terindeks dalam saham syariah sehingga menarik untuk diteliti lebih jauh. Berdasarkan *signaling theory*, perusahaan besar memberikan sinyal positif kepada investor karena menunjukkan kapabilitas dan stabilitas yang tinggi. Ukuran perusahaan juga terkait dengan tata kelola yang baik dan tingkat utang yang rendah, yang merupakan salah satu kriteria dalam *screening* saham syariah (Ullah et al., 2022). Studi sebelumnya menunjukkan bahwa perusahaan besar cenderung memiliki kontrol yang lebih baik atas operasionalnya, menghasilkan laba yang lebih tinggi, serta memberikan sinyal positif kepada pasar (Husna dan Satria, 2019; Lambey, 2021b; Stefanie dan Machali, 2017). Namun, kompleksitas manajerial dan biaya keagenan yang lebih tinggi pada perusahaan besar dapat mengurangi manfaat dari status syariah. Aset yang besar tidak selalu dikelola secara efisien, sehingga dapat memengaruhi nilai perusahaan secara negatif (Harris dan Li, 2021). Dengan demikian, penting untuk meneliti lebih lanjut peran ukuran perusahaan dalam memoderasi pengaruh status syariah terhadap nilai perusahaan.

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh ukuran perusahaan sebagai variabel moderasi antara status perusahaan terindeks syariah dan nilai perusahaan. Penelitian ini memperluas pemahaman status terindeks saham syariah dengan menunjukkan bagaimana ukuran perusahaan memoderasi dampaknya terhadap nilai

perusahaan, memberikan wawasan baru terhadap tantangan yang dihadapi oleh perusahaan-perusahaan yang terindeks dalam indeks saham syariah dalam menyeimbangkan kepatuhan syariah dengan efisiensi operasional. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ukuran perusahaan memperlemah pengaruh status syariah terhadap nilai perusahaan. Hal ini memberikan kontribusi teoritis pada signaling theory dengan menunjukkan bahwa meskipun perusahaan terindeks syariah memiliki reputasi yang baik, tantangan manajerial pada perusahaan besar dapat mengurangi manfaat dari status syariah. Selain itu, hasil penelitian ini memberikan implikasi praktis bagi pemangku kebijakan dalam mendukung pengembangan pasar keuangan syariah di Indonesia secara berkelanjutan, khususnya bagi perusahaan besar. Hasil ini mengindikasikan bahwa sinyal positif dari indeks saham syariah mungkin tidak cukup kuat untuk mengatasi tantangan operasional pada perusahaan besar. Oleh karena itu, penelitian ini merekomendasikan perusahaan besar untuk fokus pada efisiensi pengelolaan aset dan pengurangan biaya keagenan untuk mempertahankan daya saing di pasar keuangan syariah.

Kerangka Konseptual dan Pengembangan Hipotesis *Signaling Theory and Agency Theory*

Signaling theory merupakan signal atau informasi yang diterima oleh para investor untuk menentukan tindakan investasinya (Spence, 1973). *Signaling theory* menjelaskan bagaimana informasi yang dikomunikasikan oleh suatu entitas, dalam hal ini perusahaan, memberikan sinyal kepada pasar dan para pemangku kepentingan, termasuk investor. Dalam konteks ini, dua elemen utama, yaitu status syariah yang menunjukkan *sharia compliance* (kepatuhan terhadap prinsip-prinsip syariah) dan ukuran sebuah perusahaan, memainkan peran penting dalam membentuk persepsi dan keputusan investasi.

Kepatuhan syariah dalam penelitian ini adalah indeks saham syariah merupakan salah satu mekanisme penyaringan etis yang menunjukkan bahwa aktivitas perusahaan sesuai dengan prinsip-prinsip Islam. Hal ini memberikan beberapa sinyal penting kepada investor, khususnya investor syariah seperti, komitmen perusahaan terhadap nilai-nilai etis dan religius, transparansi dan tata kelola yang baik, pengelolaan risiko yang lebih baik. Status sebagai perusahaan yang terindeks syariah memberikan sinyal bahwa perusahaan tidak hanya mengejar keuntungan finansial, tetapi juga menjunjung tinggi nilai-nilai etis dan moral. Hal ini relevan bagi investor yang memprioritaskan investasi berlandaskan prinsip-prinsip syariah. Proses sertifikasi dan pemenuhan kriteria *sharia compliance* melibatkan penilaian yang ketat terhadap struktur keuangan perusahaan, seperti batasan utang, pendapatan yang dihasilkan dari aktivitas non-halal, dan transparansi laporan keuangan. Hal ini memberikan sinyal positif bahwa perusahaan memiliki tata kelola yang baik, yang pada akhirnya meningkatkan kepercayaan investor (Hassan et al., 2022). Karena saham syariah sering kali dihubungkan dengan tingkat utang yang rendah dan penghindaran aktivitas berisiko tinggi, status ini memberikan sinyal bahwa perusahaan memiliki profil risiko yang lebih aman. Hal ini meningkatkan daya tarik perusahaan di mata investor yang mencari stabilitas jangka panjang (Boudt et al., 2019). Namun, dalam konteks ukuran perusahaan, manfaat sinyal dari status saham syariah bisa jadi berkurang akibat tantangan operasional yang lebih besar.

Status terindeks perusahaan sebagai perusahaan yang memenuhi kriteria saham syariah merupakan informasi positif yang diterima oleh para investor (Ullah et al., 2022). Dengan terindeksnya perusahaan dalam indeks saham syariah menyiratkan informasi bahwa perusahaan telah beroperasi dengan tidak melanggar ketentuan prinsip-prinsip islam yakni tidak terlibat dalam riba, perjudian, alkohol dan hal-hal yang dilarang dalam syariat serta memiliki utang dan pendapatan non halal sesuai

kriteria yang telah ditetapkan oleh OJK. Informasi dari indeks saham syariah akan menentukan permintaan dan penawaran saham syariah, yang akhirnya dengan tingginya permintaan akan meningkatkan nilai perusahaan dalam jangka panjang (Hati et al., 2023). Selain itu, informasi positif ini diterima oleh investor karena saham syariah terbukti memiliki pengaruh positif terhadap keputusan pendanaan, *cash holdings* dan keputusan belanja modal (Tawfik dan Elmaasrawy, 2023).

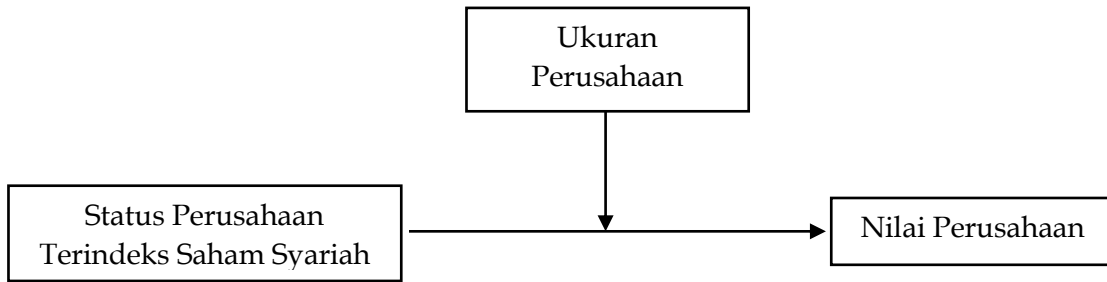
Ukuran perusahaan sering digunakan sebagai indikator kapabilitas, stabilitas, dan reputasi perusahaan di pasar. Dalam konteks *signaling theory*, ukuran perusahaan memberikan sinyal yang dapat memperkuat atau memperlemah pengaruh status syariah terhadap nilai perusahaan. Perusahaan besar memiliki lebih banyak aset, sumber daya, dan kapasitas untuk memenuhi persyaratan *sharia compliance*. Hal ini memberikan sinyal bahwa perusahaan tersebut lebih stabil dan mampu mempertahankan status syariahnya tanpa terganggu oleh keterbatasan finansial. Dengan reputasi yang lebih besar, perusahaan besar cenderung memiliki hubungan yang lebih baik dengan pemangku kepentingan, termasuk regulator, yang memberikan kepercayaan lebih besar kepada investor (Makri dan Kabra, 2023).

Di sisi lain, perusahaan besar sering menghadapi kompleksitas manajerial dan biaya keagenan yang lebih tinggi. Hal ini dapat menurunkan efisiensi operasional dan menyebabkan sinyal positif dari *sharia compliance* menjadi kurang signifikan. Kompleksitas ini juga dapat meningkatkan peluang terjadinya konflik keagenan, di mana manajer cenderung mengejar kepentingan pribadi dibandingkan kepentingan pemegang saham. Dalam konteks ini, manfaat dari status syariah dapat terkikis oleh biaya keagenan yang tinggi. Sementara itu, perusahaan kecil sering kali menghadapi keterbatasan sumber daya yang memengaruhi kemampuan mereka untuk memenuhi persyaratan kepatuhan syariah. Namun, jika perusahaan kecil berhasil memenuhi kriteria syariah, hal ini memberikan sinyal bahwa perusahaan tersebut memiliki efisiensi dan komitmen yang luar biasa meskipun menghadapi kendala kapasitas.

Interaksi antara status perusahaan terindeks saham syariah dan ukuran perusahaan menciptakan dinamika unik dalam memberikan sinyal kepada pasar. Teori keagenan dan teori sinyal menawarkan perspektif yang berbeda tentang bagaimana ukuran perusahaan memoderasi hubungan antara status perusahaan terindeks saham syariah dan nilai perusahaan. Dalam konteks teori sinyal, ukuran perusahaan besar dianggap sebagai sinyal positif karena menunjukkan stabilitas, kapabilitas, dan reputasi yang tinggi. Namun, teori keagenan menyebutkan bahwa perusahaan besar sering menghadapi *agency costs* yang lebih tinggi, seperti kompleksitas manajerial dan konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham (Abdel-Aziz dan Alrabba, 2023; Harris dan Li, 2021; Westermann, 2018).

Perusahaan besar yang memenuhi kriteria syariah memberikan sinyal stabilitas dan kredibilitas yang tinggi, tetapi tantangan manajerial dapat memperlemah efek positif ini. Sebaliknya, bagi perusahaan kecil, kepatuhan syariah dapat menjadi sinyal kuat bahwa mereka memiliki tata kelola yang baik meskipun sumber daya terbatas. *Signaling theory* memberikan kerangka yang kuat untuk memahami bagaimana status perusahaan terindeks saham syariah dan ukuran perusahaan memengaruhi persepsi pasar terhadap nilai perusahaan (Alnori dan Alqahtani, 2019; Bougatef dan Kassem, 2023; Cheong, 2021; Haseeb et al., 2023; Nikmah dan Hung, 2024). Dalam konteks ini, status perusahaan terindeks saham syariah memberikan sinyal tentang nilai-nilai etis, tata kelola yang baik, dan manajemen risiko, sementara ukuran perusahaan berfungsi sebagai sinyal kapabilitas dan stabilitas perusahaan. Namun, sinyal positif dari status perusahaan terindeks saham syariah dapat diperlemah oleh kompleksitas manajerial dan tantangan lain yang terkait dengan ukuran perusahaan, menjadikan moderasi ukuran perusahaan terhadap pengaruh status perusahaan yang terindeks dalam saham syariah sebagai faktor yang sangat relevan untuk dianalisis lebih lanjut.

Gambar 1. Kerangka Konseptual



Sumber: Data Diolah, 2025

Pengembangan Hipotesis

Status Perusahaan Terindeks Saham Syariah dan Nilai Perusahaan

Mengoptimalkan nilai perusahaan merupakan salah satu tujuan jangka panjang sebuah perusahaan (Djashan dan Agustinus, 2020). Tujuan perusahaan dapat dicapai melalui penerapan fungsi manajemen keuangan secara hati-hati dan tepat, karena setiap keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan lainnya yang akan berdampak pada nilai perusahaan (Fama dan French, 1998). Nilai perusahaan dapat terbentuk dari status yang dimiliki oleh perusahaan. Status ini akan membentuk persepsi investor yang dapat menimbulkan efek terhadap nilai perusahaan (Eachempati et al., 2022). Seperti status perusahaan yang terindeks saham syariah, ketika perusahaan diindeks oleh OJK dalam saham syariah maka perusahaan tersebut telah memenuhi kriteria seperti memiliki praktik operasional yang menjauhi riba, *gharar*, judi, maysir dan makanan/minuman yang dilarang oleh Islam dan memiliki utang dan pendapatan non halal yang sesuai dengan kriteria saham syariah. Bagi sebagian investor yang memang peka terhadap kriteria syariah, perusahaan terindeks syariah ini akan memberikan sinyal kepada investor karena memiliki ketidapastian atau risiko yang lebih rendah sehingga meningkat nilai perusahaannya (Alahouel dan Loukil, 2021). Menurut hasil penelitian, perusahaan terindeks syariah cenderung memiliki risiko yang rendah dan memberikan dividen yang tinggi. Indikasi ini memberikan signal bahwa perusahaan yang terindeks dalam saham syariah memiliki konflik keagenan yang rendah (Hayat dan Kabir Hassan, 2017).

Perusahaan yang telah diidentifikasi sebagai perusahaan yang patuh syariah oleh otoritas sertifikasi syariah akan disebut sebagai perusahaan "Label Islami" (Ullah et al., 2022). Sebutan ini menunjukkan bahwa bisnis perusahaan mengikuti hukum syariah dalam hal keuangan perusahaan seperti definisi berdasarkan penelitian (Hayat dan Kabir Hassan, 2017). Gompers et al., (2003) dan (John dan Litov, 2011) menemukan bahwa perusahaan yang dikelola dengan baik tidak berhutang, sedangkan organisasi yang dikelola dengan buruk akan berhutang. Jiraporn et al., (2012) menemukan bahwa organisasi dengan *leverage* tinggi memiliki tata kelola perusahaan yang buruk, dan sebaliknya. Bukti keseluruhan terkini menunjukkan bahwa status perusahaan yang terindeks saham syariah dapat meningkatkan nilai perusahaan (Hati et al., 2023; Lusyana dan Sherif, 2017; Mayes dan Alqahtani, 2015). Berdasarkan uraian ini maka hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H1: Status perusahaan terindek saham syariah berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Ukuran Perusahaan dalam Momoderasi Pengaruh Status Perusahaan Terindeks Saham Syariah Terhadap Nilai Perusahaan.

Teori skala dan skope ekonomi dan disekonomi menyatakan bahwa ukuran perusahaan sangat penting untuk keberlanjutan jangka panjang yang dapat mendukung atau menghambat kinerja perusahaan (Jaisinghani dan Kanjilal, 2017). Ukuran perusahaan dapat menjadi tolak ukur bahwa perusahaan memiliki akses sumberdaya finansial yang signifikan, termasuk stuktur modal yang cukup untuk berinvestasi dalam penelitian dan pengembangan, ekspansi bisnis, akuisisi, dan proyek strategis lainnya (Diantimala et al., 2021). Kemampuan ini memungkinkan mereka untuk tumbuh dan bersaing secara efektif di pasar. Perusahaan besar yang diperdagangkan di pasar saham memiliki akses lebih mudah untuk mengumpulkan modal melalui penjualan saham atau obligasi. Mereka dapat menarik investor institusi dan individu karena reputasi mereka yang kuat dan *track record* yang baik.

Perusahaan besar cenderung memiliki sumber daya yang cukup untuk menghadapi tantangan dan krisis bisnis yang mungkin terjadi. Perusahaan besar memiliki fleksibilitas untuk mengadaptasi model bisnis mereka dan memastikan keberlanjutan bisnis dalam jangka panjang. Perusahaan besar dapat memiliki pengaruh signifikan dalam membentuk pasar mereka. Mereka dapat menetapkan harga, menciptakan tren, dan memengaruhi persaingan dalam industri tertentu. Banyak perusahaan besar memiliki portofolio bisnis yang sangat beragam, yang dapat membantu mereka mengurangi risiko yang terkait dengan satu lini bisnis tertentu. Diversifikasi ini dapat membantu menjaga stabilitas pendapatan dan nilai perusahaan (Alghifari et al., 2022). Perusahaan besar memiliki sumber daya untuk membangun merek yang kuat dan reputasi yang baik di mata konsumen. Merek yang kuat dapat mendukung penjualan, meningkatkan loyalitas pelanggan, dan meningkatkan nilai merek. Semakin besar total pendapatan perusahaan, total aset dan total modal maka semakin solid keadaan perusahaan (Kotey et al., 2021). Semua faktor ini bersama-sama menciptakan kemampuan perusahaan besar untuk memengaruhi nilai perusahaan dan memainkan peran penting dalam ekonomi.

Menurut Lambey (2021) ukuran perusahaan dapat memengaruhi nilai perusahaan, sama halnya Hirdinis (2019) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tercermin dalam nilai total aset perusahaan. Hal ini mempengaruhi keputusan dividen perusahaan. Meningkatnya permintaan saham perseroan akan hadir untuk merangsang kenaikan harga saham di pasar modal. Peningkatan ini menunjukkan bahwa perusahaan dianggap mempunyai "nilai" lebih. Penelitian lain Diroh dan Mochlasin (2023) dalam hasil penelitiannya, ukuran perusahaan dapat memoderasi dampak *leverage* terhadap kinerja keuangan. Temuan ini sejalan dengan penelitian (Hutauruk, 2024). Artinya, semakin besar ukuran perusahaan maka total ekuitas yang dimiliki semakin besar, karena salah satu tolok ukur yang menggambarkan besar kecilnya perusahaan adalah banyaknya ekuitas yang dimiliki.

Dalam perusahaan besar, manfaat dari sinyal positif terindeks saham syariah dapat tereduksi oleh tingginya biaya keagenan. Kompleksitas pengelolaan aset dan pengendalian internal sering kali menimbulkan inefisiensi, yang dapat melemahkan hubungan antara status syariah dan nilai perusahaan (Heckel, 2020). Oleh karena itu, hubungan ini mungkin tidak selalu linier dan dapat menunjukkan moderasi negatif ukuran perusahaan. Berdasarkan uraian tersebut maka hipotesis kedua penelitian, yaitu:

H2: Ukuran perusahaan memoderasi secara negatif pengaruh status perusahaan terindeks saham syariah terhadap nilai perusahaan.

METODE PENELITIAN

Jenis Penelitian

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kuantitatif, yang merupakan jenis data nominal dan proporsi. Sumber perolehan data penelitian adalah merupakan data sekunder yang diperoleh dari sumber data OSIRIS periode 2012-2023. Untuk data *governance index* data diperoleh dari sumber data Bloomberg.

Populasi dan Sampel Penelitian

Semua data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder dengan menggunakan *Moderated Regression Analysis* (MRA). Metode *Moderated Regression Analysis* (MRA) digunakan untuk menguji peran ukuran perusahaan sebagai variabel moderasi dalam pengaruh status perusahaan yang terindeks syariah terhadap nilai perusahaan.

Tabel 1. Sampel Perusahaan yang listing pada JII (Jakarta Islamic Index)

Kriteria Pemilihan Sampel	Jumlah
JII-Perusahaan yang listing	70
Total Sampel 12 tahun x 70	840
Incomplete data	120
Total sampel tersedia	720

Sumber: Data diolah, 2025

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Variabel dependen penelitian ini adalah nilai perusahaan, dengan variabel independen Status Perusahaan Terindeks Saham Syariah. Penelitian ini juga menggunakan variabel kontrol, *Kas_TA*, *Sales_TA*, *RE_TA*, *Governance Index*, *Capex per share*, and *Growth*. Untuk uji ketahanan atau *robust test*, penelitian ini menggunakan *price to book value* (PBV) untuk mengukur nilai perusahaan.

Adapun definisi operasional yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Tabel 2. Definisi Operasional

Nama Variabel	Definisi Operasional
Nilai Perusahaan	Tobins'Q dimana nilainya dari <i>Market Capital + debt</i> dibagi dengan total aset + <i>debt</i>
Status Perusahaan Terindeks Saham syariah	<i>Dummy</i> variabel dimana 1 ketika terindeks dan 0 jika tidak terindeks
Ukuran Perusahaan	Log Total Aset
<i>Kas_TA</i>	Kas dibagi dengan total aset
<i>RE_TA</i>	Laba ditahan dibagi dengan total aset
<i>Sales_TA</i>	Penjualan dibagi dengan total aset
<i>Governance Index</i>	<i>Bloomberg governance index</i>
ROA	Laba bersih / Total Aset
<i>Capex/Share</i>	<i>Capital expendiutre/ Share</i>
<i>Growth</i>	(Pendapatan saat ini - pendapatan periode sebelumnya) / pendapatan periode sebelumnya x 100
<i>Price to Book Value</i> (PBV)	Harga saham per lembar dibagi dengan nilai buku per lembar

Sumber: Data Diolah, 2025

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Hasil penelitian dalam tabel 3 menunjukkan hasil statistik deskriptif. Variabel terindeks menunjukkan nilai minimum dan maksimum yakni 0 dan 1. Hal ini disebabkan oleh pengukuran variabel dummy di mana 0 adalah ketika tidak diindeks dan 1 ketika perusahaan diindeks. Variasi dalam nilai minimum, maksimum, dan rata-rata dari masing-masing variabel ini memberikan wawasan penting tentang distribusi dan karakteristik perusahaan dalam sampel.

Tabel 3. Deskriptif Statistik

Variabel	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Nilai Perusahaan	720	1.576	2.371	0	22.559
Status	720	0.492	0.5	0	1
Kas-TA	720	0.149	0.119	0.002	0.952
RE-TA	720	0.249	0.357	-3.862	1.111
STA	720	68.528	48.71	1	200
GI	720	58.994	52.78	1	149
ROA	720	305.853	172.886	1	604
CAPEX	720	351.324	206.904	1	704
GRO	720	359.79	207.623	1	717
Ukuran Perusahaan	720	10.356	0.481	8.708	14.186
PBV	720	3.951	15.438	-34.916	263.828

Sumber: Data diolah, 2025

Berdasarkan tabel 3, terlihat bahwa variabel nilai perusahaan memiliki rata-rata sebesar 1.576 dengan standar deviasi 2.371, yang menunjukkan adanya variasi yang cukup besar dalam nilai perusahaan di antara sampel. Nilai minimum nilai perusahaan adalah 0, yang menunjukkan perusahaan dengan nilai pasar yang sebanding dengan nilai bukunya, sementara nilai maksimum mencapai 22.559, menunjukkan bahwa beberapa perusahaan memiliki nilai pasar yang jauh lebih tinggi dibandingkan nilai bukunya. Untuk variabel terindeks syariah, sekitar 49,2% dari perusahaan dalam sampel terdaftar dalam indeks syariah ($mean = 0.492$), dengan distribusi yang seimbang antara perusahaan yang terindeks dan tidak terindeks. Sementara itu, Kas terhadap Total Aset (Kas TA) menunjukkan rata-rata 0.149, yang berarti kas perusahaan menyumbang 14,9% dari total asetnya, dengan variasi yang cukup signifikan antarperusahaan (standar deviasi = 0.119), dan nilai maksimum mencapai 95,2%, menunjukkan perusahaan dengan kas yang sangat *likuid*.

Rasio *Retained Earnings* terhadap Total Aset (RE TA) menunjukkan nilai rata-rata 0.249 dengan variasi yang besar (standar deviasi = 0.357), di mana beberapa perusahaan memiliki *retained earnings* negatif (-3.862), yang mengindikasikan defisit besar, sementara perusahaan lainnya memiliki *retained earnings* yang cukup tinggi (maksimum 1.111). *Sales to Total Assets* (STA) juga menunjukkan rata-rata penjualan sebesar 68.528% dari total aset, dengan variasi yang besar (standar deviasi = 48.71), menunjukkan bahwa ada perusahaan yang lebih efisien dalam memanfaatkan aset untuk menghasilkan penjualan. Untuk *governance index*, rata-rata perusahaan sebesar 58.994, dengan variasi yang cukup besar (standar deviasi = 52.78). Sementara itu, ROA (*Return on Assets*) rata-rata mencapai 305.853, menunjukkan adanya perusahaan dengan tingkat pengembalian aset yang tinggi, meskipun variasinya juga cukup besar (standar deviasi = 172.886). Belanja Modal per *share* (CAPEX) rata-rata mencapai 351.324 dengan variasi antar perusahaan yang cukup besar (standar deviasi = 206.904). Hal ini menunjukkan bahwa beberapa perusahaan melakukan belanja modal yang

cukup signifikan dalam mendukung operasional dan ekspansi mereka. Sementara itu, variabel pertumbuhan (*Growth*) menunjukkan rata-rata 359.79 dengan variasi yang besar (standar deviasi = 207.623), yang mencerminkan perbedaan signifikan dalam tingkat pertumbuhan antar perusahaan dalam sampel.

Ukuran Perusahaan yang diukur menggunakan log dari total aset, terlihat bahwa rata-rata ukuran perusahaan adalah 10.356 dengan simpangan baku 0.481. Ini menunjukkan bahwa terdapat variasi yang relatif kecil dalam ukuran perusahaan di antara 720 observasi yang dianalisis. Variasi yang kecil dalam data ini menunjukkan bahwa kebanyakan perusahaan dalam sampel memiliki ukuran yang relatif serupa, meskipun terdapat beberapa perusahaan yang lebih kecil atau lebih besar secara signifikan. Kemudian untuk variabel *Price to Book Value* (PBV) menunjukkan rata-rata 3.951, dengan variasi yang sangat besar (standar deviasi = 15.438), di mana nilai minimum adalah -34.916 dan maksimum mencapai 263.828. Ini menunjukkan bahwa beberapa perusahaan memiliki nilai pasar yang sangat tinggi dibandingkan dengan nilai minimum adalah -34.916 dan maksimum mencapai 263.828. Ini menunjukkan bahwa beberapa perusahaan memiliki nilai pasar yang sangat tinggi dibandingkan dengan nilai buku mereka, sementara perusahaan lain mengalami penurunan tajam dalam nilai pasar dibandingkan nilai bukunya. Secara keseluruhan, data ini menunjukkan variasi yang signifikan dalam kinerja keuangan dan struktur modal perusahaan, yang dapat memberikan pandangan mendalam tentang bagaimana faktor-faktor ini memengaruhi nilai perusahaan, terutama dalam konteks perusahaan yang terindeks syariah.

Tabel 4 menunjukkan hasil dari *pearson correlation* antar variabel independen. Hal ini dilakukan untuk melihat apakah ada kemungkinan masalah multikolinieritas. Korelasi antara perusahaan terindeks syariah dan nilai perusahaan penting, signifikansi untuk statistiknya. Hasil ini tidak dianggap bermasalah, karena nilai *pearson* tidak mendekati 1.

Tabel 4. Pearson Correlation

Variabel	Tobins	Terindex	KasTA	RE_TA	STA	GI	ROA	Capex	Growth	Ukuran Perusahaan
Nilai Perusahaan	1.000									
Status	0.194*	1.000								
Kas-TA	0.113*	0.150*	1.000							
RE-TA	0.241*	0.283*	0.179*	1.000						
STA	0.456*	0.120*	0.037	0.292*	1.000					
GI	0.077	0.258*	0.073	0.238*	0.003	1.000				
ROA	0.130*	0.272*	0.098*	0.352*	0.251*	0.102*	1.000			
Capex	-0.018	0.017	0.028	0.140*	-0.013	0.030	0.099*	1.000		
Growth	0.037	-0.014	0.118*	-0.058	0.087	-0.049	0.081	-0.052	1.000	
Ukuran Perusahaan	-0.2733	-0.3081	-0.0245	-0.0013	-0.3141	0.3082	0.0437	0.0403	-0.0440	1.000
PBV	0.5004	-0.0401	-0.0217	0.1162	0.2652	0.0242	0.0551	0.0108	-0.0070	-0.1381

Sumber: Data diolah, 2025

Coeffisient of Determination

Berdasarkan tabel 5 diketahui bahwa *Adjusted R-Square* untuk perusahaan yang terindeks JII (Jakarta Islamic Index) adalah 0,75. Hasil ini menunjukkan bahwa kekuatan variabel independent untuk mempengaruhi variabel dependen adalah sebesar 75% dan sisanya sebesar 25% dipengaruhi oleh variabel lain diluar penelitian.

Hasil Regresi

Pengujian model ini dilakukan dengan *Moderated Regression Analysis* (MRA). Hasil pengujian ditunjukkan pada tabel dibawah ini.

Tabel 5. Hasil Regresi

Independen	1	2	3
	Model 1	Model 2	Model 3
Intercept	0.254 (0.689)	7.067*** -3.971	0.152 (0.418)
Status	0.399***	0.502***	7.365**
Kas-TA	-2.786 3.081***	-3.387 2.904***	-2.241 2.944***
RE-TA	-4.331 0.467	-4.051 0.535	-4.148 0.433
STA	-1.421 0.011***	-1.540 0.009***	-1.329 0.010***
GI	-5.725 0.003	-4.768 0.003**	-5.055 0.003*
ROA	-1.624 -0.000	-2.129 -0.000	-1.844 -0.000
CAPEX	(-1.100) -0.000	(-1.064) -0.000	(-0.874) -0.000
GRO	(-0.554) 0.000	(-0.364) 0.001*	(-0.410) 0.001*
Ukuran Perusahaan	-1.577	-1.960 -0.676*** (-3.973)	-1.736
Status * Ukuran Perusahaan			-0.668** (-2.178)
Adj.R2	0.75	0.76	0.76
N	720	720	720
FE	FE	FE	FE

t statistics in parentheses

* p<0.10, ** p<0.05, *** p<0.01

Sumber: Data diolah, 2025

Tabel 5 menunjukkan temuan model regresi OLS, pertama, bukti empiris menunjukkan adanya hubungan positif antara perusahaan terindeks syariah dan nilai perusahaan ($b = 0,399$, $p < 0.01$), oleh karena itu H1 di terima. Hasil penelitian ini mendukung teori signal bahwa informasi positif akan diterima dengan persepsi positif investor sehingga investor tertarik untuk berinvestasi pada saham syariah. Sejalan dengan hasil penelitian (Hati et al., 2023; Lusyana dan Sherif, 2017; Mayes dan Alqahtani, 2015) yang menyatakan bahwa pengaruh dari label syariah akan memberikan pengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Kedua, hasil uji moderasi bukti empiris menunjukkan bahwa ukuran perusahaan dapat memoderasi pengaruh status perusahaan terindeks saham syariah terhadap nilai perusahaan ($b = -0,668 < 0,05$) maka H2 dinyatakan ditolak. Hasil ini sejalan dengan (D'Amato dan Falivena, 2020) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan dapat memoderasi secara negatif. Penelitian ini mendukung teori keuangan yaitu ukuran perusahaan dapat mempengaruhi struktur modal dan biaya keagenan. Perusahaan besar memiliki biaya keagenan yang tinggi karena kompleksitasnya, yang dapat mengaburkan manfaat dari status terindeks saham syariah dalam meningkatkan nilai perusahaan.

Table 6. Uji Ketahanan Moderasi dengan *Price to Book Value*

Independen	1	2	3
	Model 1	Model 2	Model 3
Intercept	0.147 (0.133)	25.004** -2.329	-0.154 (-0.142)
Status	0.659	1.032**	21.211**
Kas-TA	-1.263 5.985*	-2.293 5.339	-2.311 5.580
RE-TA	-1.726 2.503	-1.616 2.751	-1.574 2.400
STA	-1.272 0.026**	-1.317 0.019**	-1.213 0.022**
GI	-2.567 0.003 (0.512)	-2.303 0.006 (0.906)	-2.097 0.004 (0.730)
ROA	0.003 -1.407	0.003 -1.413	0.003 -1.512
Capex	0.000 (0.072)	0.000 (0.264)	0.000 (0.213)
GRO	0.000 (0.078)	0.000 (0.711)	0.000 (0.284)
Ukuran Perusahaan		-2.465** (-2.324)	
Status * Ukuran Perusahaan			-1.973** (-2.340)
Adj.R2	0.71	0.71	0.71
N	720	720	720
Model	FE	FE	FE

t statistics in parentheses

* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Sumber: Data diolah, 2025

Dari tabel 6, pengaruh moderasi tetap konsisten dengan mengganti proksi variabel dependen dengan *price to book value*, hasilnya pengaruh ukuran perusahaan tetap memperlemah pengaruh status perusahaan terindeks saham syariah terhadap nilai perusahaan.

Pembahasan

Hasil penelitian hipotesis pertama, menunjukkan bahwa status perusahaan terindeks saham syariah berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan (Hati et al., 2023; Lusiana dan Sherif, 2017; Mayes dan Alqahtani, 2015). Sesuai dengan teori sinyal bahwa status indeks syariah merupakan sinyal dari perusahaan yang disampaikan kepada pasar bahwa perusahaan memiliki tata kelola yang baik mencakup pengendalian internal yang baik dan transparansi terhadap praktik-praktik yang bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah seperti riba dan spekulasi. Selain itu, menurut (Chen dan Lim, 2016) perusahaan syariah cenderung memiliki tingkat leverage yang rendah, menunjukkan bahwa perusahaan mengelola risiko finansial dengan lebih hati-hati dan memiliki struktur keuangan yang stabil. Tingkat leverage yang rendah dapat diinterpretasikan sebagai indikator bahwa perusahaan mengelola keuangan dengan hati-hati dan tidak tergantung dengan utang, yang pada akhirnya dapat berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Secara keseluruhan, investor cenderung memberikan penilaian yang positif terhadap perusahaan yang terindeks syariah karena dianggap memiliki kualitas manajerial dan finansial yang lebih baik, yang pada akhirnya berkontribusi pada peningkatan nilai perusahaan (Abdallah dan Bahloul, 2021; Ullah et al., 2023). Peningkatan nilai perusahaan tidak hanya tercermin dalam penilaian pasar yang lebih tinggi, tetapi juga kepercayaan jangka panjang dari para pemangku kepentingan terhadap stabilitas dan kinerja perusahaan secara keseluruhan. Dengan demikian, status syariah bukan hanya menjadi aspek identitas perusahaan, tetapi juga sebagai faktor strategis yang dapat meningkatkan daya tarik dan nilai perusahaan secara substansial.

Hasil penelitian dari hipotesis ke dua menunjukkan bahwa ukuran perusahaan memoderasi secara negatif hubungan status perusahaan terindeks saham syariah terhadap nilai perusahaan. Artinya ukuran perusahaan akan memperlemah pengaruh status perusahaan yang terindeks saham syariah terhadap nilai perusahaan. Sejalan dengan (D'Amato dan Falivena, 2020; Heckel, 2020) yang hasil penelitiannya juga menunjukkan moderasi negatif ukuran perusahaan. Teori keuangan modern (Heckel, 2020) menyebutkan bahwa hubungan ukuran perusahaan dan return investasi tidak selalu linier. Ini berarti bahwa meskipun ukuran perusahaan besar seringkali dianggap memiliki keunggulan dalam sumber daya, hal ini tidak selalu menghasilkan nilai pasar yang lebih tinggi jika tidak diimbangi dengan efisiensi operasional dan manajemen yang baik. Hal ini dapat dijelaskan dengan fakta bahwa pada perusahaan besar, kompleksitas manajerial dan biaya keagenan dapat mengurangi efisiensi pengelolaan aset, sehingga mengurangi manfaat dari reputasi syariah yang mereka miliki. Sebaliknya, pada perusahaan kecil, sinyal dari sharia compliance cenderung lebih signifikan karena berhasil mencerminkan efisiensi dan komitmen tinggi terhadap prinsip-prinsip syariah meskipun dengan sumber daya yang terbatas.

Hal ini menunjukkan bahwa manfaat dari status syariah cenderung berkurang pada perusahaan besar karena terjadi kompleksitas manajerial. Perusahaan besar menghadapi tantangan dalam mengelola aset secara efisien, sehingga sinyal positif dari status syariah kehilangan kekuatannya. Alasan lainnya terjadi konflik keagenan, tingginya *agency costs* pada perusahaan besar mengurangi efektivitas tata kelola yang dihasilkan dari *sharia compliance* (Harris dan Li, 2021).

Perusahaan besar yang terindeks saham syariah seringkali menghadapi tantangan tambahan terkait dengan pengelolaan sumber daya keuangan mereka. Hal ini disebabkan biaya keagenan pada perusahaan besar sering lebih tinggi, mereka dihadapkan pada biaya dan tantangan operasional, terutama dalam hal pengelolaan sumber daya dan pengendalian tata kelola yang rumit. Kompleksitas ini seringkali mengarah pada inefisiensi yang tidak dihadapi oleh perusahaan kecil sehingga meskipun perusahaan besar memiliki sumber daya lebih, mereka menghadapi konflik kepentingan yang lebih besar antara manajer dan pemegang saham. Meskipun

memiliki label syariah, perusahaan bisa mengalami penurunan nilai perusahaan. Akhirnya, sinyal positif dari kepatuhan syariah mungkin tidak selalu cukup kuat untuk mengimbangi efek negatif dari kompleksitas perusahaan besar. Lebih lanjut perusahaan cenderung bergantung pada sumber daya hutang dari pasar global dan pinjaman bank yang besar, yang mungkin tidak selalu sesuai dengan kriteria syariah yang membatasi jenis dan tingkat leverage, sehingga sumber pendanaan eksternal menjadi terbatas (Bugshan dan Bakry, 2023).

Dengan demikian, penting untuk mengetahui bahwa status perusahaan yang terindeks dalam saham syariah dapat menghasilkan peningkatan nilai pasar yang signifikan. Hasil membuktikan bahwa efek moderasi yang negatif membuktikan bahwa perusahaan yang lebih besar menghadapi biaya agensi dan kompleksitas operasional yang dapat melemahkan manfaat sinyal status terindeks dalam saham syariah. Faktor-faktor seperti besarnya ukuran perusahaan dalam penilaian investor terhadap nilai perusahaan tetap menjadi perhatian. Oleh karena itu, dibutuhkan strategi yang cermat bagi perusahaan yang terindeks dalam saham syariah dengan ukuran perusahaan yang besar untuk menjaga dan meningkatkan nilai perusahaan dalam jangka panjang.

SIMPULAN

Penelitian ini bertujuan menguji besarnya ukuran perusahaan sebagai variabel moderasi pada pengaruh status perusahaan terindeks syariah terhadap nilai perusahaan. Dengan sampel 720 observasi perusahaan-tahun yang terindeks dalam Jakarta Islamic Index dari tahun 2012 hingga 2023. Hasil penelitian ini, menemukan bahwa besarnya ukuran perusahaan dapat memoderasi pengaruh status perusahaan terindeks syariah terhadap nilai perusahaan secara negatif. Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa status perusahaan terindeks syariah akan mempengaruhi nilai perusahaan secara positif, namun akan terjadi penurunan nilai perusahaan ketika perusahaan semakin besar yang dilihat dari total asetnya.

Penelitian ini memberikan wawasan bahwa status perusahaan terindeks syariah dapat mempengaruhi nilai perusahaan sehingga persepsi investor untuk berinvestasi dalam perusahaan terindeks syariah bertambah. Selain itu memberikan wawasan bagi manajer bahwa perusahaan dengan total aset yang tinggi menjadi sorotan investor karena investor bertujuan mendapatkan return lebih tinggi sehingga manajer perusahaan besar yang terindeks syariah perlu mempertimbangkan strategi efisiensi manajemen aset dan kontrol internal untuk mengurangi dampak negatif dari biaya keagenan dan memastikan bahwa status perusahaan yang terindeks saham syariah tetap menjadi aset positif dalam meningkatkan nilai perusahaan. Bagi pemangku kebijakan untuk lebih mempertimbangkan dinamika perusahaan besar dalam menyeleksi perusahaan yang dapat terindeks dalam saham syariah.

Implikasi teoritis penelitian ini adalah memberikan kontribusi penting dalam literatur keuangan syariah dengan menunjukkan bahwa ukuran perusahaan memoderasi hubungan antara status perusahaan yang terindeks saham syariah dan nilai perusahaan secara negatif. Hasil ini mengindikasikan bahwa sinyal positif dari *sharia compliance* mungkin tidak cukup kuat untuk mengatasi tantangan operasional pada perusahaan besar. Oleh karena itu, penelitian ini merekomendasikan perusahaan besar untuk fokus pada efisiensi pengelolaan aset dan pengurangan biaya keagenan untuk mempertahankan daya saing di pasar keuangan syariah.

Implikasi praktis bagi manajer perusahaan, perusahaan besar yang terindeks syariah perlu meningkatkan efisiensi pengelolaan aset dan mengurangi *agency costs* untuk memaksimalkan manfaat dari status syariah. Bagi pemangku kebijakan, regulator perlu mempertimbangkan dinamika perusahaan besar dalam proses

sertifikasi syariah, misalnya dengan menambahkan kriteria yang lebih komprehensif untuk mengukur kualitas pengelolaan perusahaan besar.

Batasan penelitian ini adalah penggunaan total aset sebagai satu-satunya ukuran untuk mengukur ukuran perusahaan, karena tidak mencakup dimensi lain yang mungkin juga penting, seperti pendapatan, jumlah karyawan, atau kapitalisasi pasar. Total aset tidak selalu mencerminkan efisiensi pengelolaan aset atau kualitas manajerial perusahaan. Artinya meskipun total aset besar, tidak selalu memberikan pengaruh positif pada nilai perusahaan, terutama dalam konteks perusahaan yang terindeks saham syariah. Untuk itu penelitian selanjutnya dapat menguji ukuran perusahaan yang lebih komprehensif yang akan memberikan gambaran yang lebih lengkap tentang posisi perusahaan yang terindeks dalam indeks saham syariah.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdallah, M., & Bahloul, S. (2021). Disclosure, Shariah governance and financial performance in Islamic banks. *Asian Journal of Economics and Banking*, 5(3), 234–254. <https://doi.org/10.1108/ajeb-03-2021-0038>
- Abdel-Aziz, R. I., & Alrabba, H. M. (2023). The Impact of Corporate Governance on Agency Costs in Jordanian Service Companies. *Information Sciences Letters*, Vol. 12 No.1, Hal. 97–111. <https://doi.org/10.18576/isl/120107>
- Alahouel, F., & Loukil, N. (2021). Financial uncertainty valuation: does Shariah compliant screening matter? *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, Vol. 14 No.1, Hal. 57–76. <https://doi.org/10.1108/IMEFM-04-2019-0137>
- Albada, A., Low, S. W., & Toh, M. Y. (2023). Divergence of beliefs and IPO initial return: the quasi-moderating role of investor demand. *Journal of Asian Business and Economic Studies*, Vol. 30 Vol.4, Hal. 296–308. <https://doi.org/10.1108/JABES-12-2021-0206>
- Alghifari, E. S., Solikin, I., Nugraha, N., Waspada, I., Sari, M., & Puspitawati, L. (2022). Capital Structure, Profitability, Hedging Policy, Firm Size, and Firm Value: Mediation and Moderation Analysis. *Journal of Eastern European and Central Asian Research*, Vol.9 No.5, Hal. 789–801. <https://doi.org/10.15549/jeecar.v9i5.1063>
- Alnori, F., & Alqahtani, F. (2019). Capital structure and speed of adjustment in non-financial firms: Does sharia compliance matter? Evidence from Saudi Arabia. *Emerging Markets Review*, Vol, 39, Hal. 50–67. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2019.03.008>
- Ben-Nasr, H., & Ghouma, H. H. (2021). Dividend Policy And Religion: International Evidence From Firms With Islamic Label. *Emerging Markets Review*, 50 (July 2021), 100840. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2021.100840>
- Boudt, K., Raza, M. W., & Wauters, M. (2019). Evaluating the Shariah-compliance of equity portfolios: The weighting method matters. *International Review of Financial Analysis*, Vol.63, Hal. 406–417. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2017.12.003>

- Bougatef, K., & Kassem, O. (2023). Do Market Timing Incentives Affect The Debt-Equity Choice Of Malaysian Shariah-Compliant IPOs? *Journal of Islamic Monetary Economics and Finance*, Vol. 9 No. 4, Hal.589–610. <https://doi.org/10.21098/jimf.v9i4.1743>
- Bugshan, A., & Bakry, W. (2023). Does being Shariah-compliant affect capital structure decision: evidence from emerging markets. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, ahead-of-p(ahead-of-print). <https://doi.org/10.1108/JIABR-10-2022-0259>
- Chen, Y. F., & Lim, M. T. Z. (2016). Diversification: A Sharia Effect? Some Evidence from Malaysia. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, Vol.219, Hal. 193–200. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2016.05.005>
- Cheong, C. W. H. (2021). Risk, resilience, and Shariah-compliance. *Research in International Business and Finance*, Vol. 55. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2020.101313>
- D'Amato, A., & Falivena, C. (2020). Corporate social responsibility and firm value: Do firm size and age matter? Empirical evidence from European listed companies. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, Vol. 27 No.2, Hal. 909–924. <https://doi.org/10.1002/csr.1855>
- Diantimala, Y., Syahnur, S., Mulyany, R., & Faisal, F. (2021). Firm Size Sensitivity On The Correlation Between Financing Choice And Firm Value. *Cogent Business and Management*, Vol.8 No.1 <https://doi.org/10.1080/23311975.2021.1926404>
- Diroh, L, U, F, dan Mochlasin. M. (2023). Islamic Corporate Social Responsibility, Leverage Dan Likuiditas Pada Kinerja Keuangan Dimoderasi Oleh Ukuran Perusahaan. *JAS (Jurnal Akuntansi Syariah)*, Vol. 07, Hal.1–33. <https://doi.org/https://doi.org/10.46367/jas.v7i1.898>
- Djashan, I. A., & Agustinus, Y. (2020). The Effect of Firm Size, Profitability, Audit Committee, and Other Factors to Firm Value. *GATR Accounting and Finance Review*, Vol.5 No. 1, Hal. 22–27. [https://doi.org/10.35609/afr.2020.5.1\(3\)](https://doi.org/10.35609/afr.2020.5.1(3))
- Eachempati, P., Srivastava, P. R., Kumar, A., Muñoz de Prat, J., & Delen, D. (2022). Can customer sentiment impact firm value? An integrated text mining approach. *Technological Forecasting and Social Change*, Vol. 174. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2021.121265>
- Fama, : Eugene F., & French, K. R. (1998). Value versus Growth: The International Evidence. *The Journal of Finance*, Vol. 53 No.6, Hal. 1975–1999.
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118 No. 1, Hal. 107–155. <https://doi.org/10.1162/00335530360535162>
- Hanafi, S. M., & Hanafi, M. M. (2022). Shariah vs non-shariah IPO underpricing: evidence from Indonesia Stock Exchange. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, Vol. 13 No. 7, Hal. 1073–1094. <https://doi.org/10.1108/JIABR-02-2021-0060>

- Harris, C., & Li, Z. (2021). Negative operating cash flows and investment inefficiency. *Managerial Finance*, Vol.47 No. 10, Hal. 1408–1427. <https://doi.org/10.1108/MF-06-2020-0300>
- Haseeb, M., Mahdzan, N. S., & Wan Ahmad, W. M. (2022). Are Shariah-Compliant Firms Less Prone to Stock Price Crash Risk? Evidence from Malaysia. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, March. <https://doi.org/10.1108/IMEFM-06-2021-0223>
- Hassan, M. K., Chiaramonte, L., Dreassi, A., Paltrinieri, A., & Piserà, S. (2022). The Religious Fringe of Corporate Social Responsibility. *International Review of Economics and Finance*, Vol. 80, Hal 243–265. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2022.02.003>
- Hati, S. R. H., Prasetyo, M. B., & Hendranastiti, N. D. (2023). Sharia vs non-sharia compliant: which gives much higher financial-based brand equity to the companies listed in the Indonesian stock market? *Journal of Islamic Marketing*, Vol. 14 No.9, Hal. 2167–2187. <https://doi.org/10.1108/JIMA-08-2021-0251>
- Hayat, R., & Kabir Hassan, M. (2017). Does an Islamic Label Indicate Good Corporate Governance? *Journal of Corporate Finance*, Vol. 43, Hal. 159–174. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.12.012>
- Heckel, D. G. (2020). Does size really matter? *ELife*, Vol.9 No.5, Hal. 1–3. <https://doi.org/10.7554/eLife.64483>
- Hirdinis, M. (2019). Capital structure and firm size on firm value moderated by profitability. *International Journal of Economics and Business Administration*, Vol.7 No.1, Hal. 174–191. <https://doi.org/10.35808/ijeba/204>
- Husna, A., & Satria, I. (2019). Effects of Return on Asset, Debt To Asset Ratio, Current Ratio, Firm Size, and Dividend Payout Ratio on Firm Value. *International Journal of Economics and Financial Issues*, Vol. 9 No.5, Hal. 50–54. <https://doi.org/10.32479/ijefi.8595>
- Hutauruk, M. R. (2024). The effect of R&D expenditures on firm value with firm size moderation in an Indonesia palm oil company. *Cogent Business and Management*, Vol 11 No.1, Hal. 1-24 <https://doi.org/10.1080/23311975.2024.2317448>
- Jaballah, J., Peillex, J., & Weill, L. (2018). Is Being Sharia Compliant Worth It? *Economic Modelling*, Vol. 72 Hal. 353–362. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2018.02.011>
- Jaisinghani, D., & Kanjilal, K. (2017). Non-linear dynamics of size, capital structure and profitability: Empirical evidence from Indian manufacturing sector. *Asia Pacific Management Review*, Vol. 22 No.3, Hal.159–165. <https://doi.org/10.1016/j.apmrv.2016.12.003>
- Jiraporn, P., Kim, J. C., Kim, Y. S., & Kitsabunnarat, P. (2012). Capital structure and corporate governance quality: Evidence from the Institutional Shareholder Services (ISS). *International Review of Economics and Finance*, Vol. 22 No.1, Hal. 208–221. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2011.10.014>
- John, K., & Litov, L. P. (2011). Corporate Governance and Financing Policy: New Evidence. *SSRN Electronic Journal*, Hal. 1–49. <https://doi.org/10.2139/ssrn.637341>

- Kotey, R., Owusu-Sekyere, F., & Amponsah, D. A. (2021). A Critical Examination of the Effect of Size on the Profitability of Insurance Brokerage Firms in Ghana. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3885020>
- Lambey, R. (2021a). The Effect Of Profitability, Firm Size, Equity Ownership And Firm Age On Firm Value (Leverage Basis): Evidence from the Indonesian Manufacturer Companies. *Archives of Business Research*, Vol. 9 No. 1, Hal.128-139. <https://doi.org/10.14738/abr.91.9649>
- Lambey, R. (2021b). The The Effect Of Profitability, Firm Size, Equity Ownership And Firm Age On Firm Value (Leverage Basis): Evidence From The Indonesian Manufacturer Companies. *Archives of Business Research*, Vol. 9 No. 1, Hal.128-139. <https://doi.org/10.14738/abr.91.9649>
- Lusyana, D., & Sherif, M. (2017). Shariah-compliant investments and stock returns: evidence from the Indonesian stock market. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, Vol. 8 No.2, Hal. 143-160. <https://doi.org/10.1108/JIABR-10-2015-0052>
- Makri, M., & Kabra, K. C. (2023). Integrated Reporting and Firm Value in an Emerging Economy: The Moderating Role of Firm Size. *Indonesian Journal of Sustainability Accounting and Management*, Vol. 7 No.1. <https://doi.org/10.28992/ijsam.v7i1.697>
- Masud, A., & Uluyol, B. (2024). Investors' demand in Initial Public Offering (IPO): Shariah compliance, corporate governance and macroeconomic factors. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, ahead-of-p(ahead-of-print). <https://doi.org/10.1108/JIABR-09-2023-0292>
- Mayes, D., & Alqahtani, F. (2015). Underpricing of IPOs in Saudi Arabia and Sharia compliance. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, Vol.6 No.2, 189-207. <https://doi.org/10.1108/JIABR-12-2013-0042>
- Mehmood, W., Ali, A., Mohd-Rashid, R., & Aman-Ullah, A. (2024). Shariah-compliant status and investors demand for IPOs: the moderating role of regulatory quality. *Journal of Money Laundering Control*, Vol. 27 No. 2, Hal. 314-331. <https://doi.org/10.1108/JMLC-03-2023-0059>
- Merdad, H. J., Kabir Hassan, M., & Hippler, W. J. (2015). The Islamic risk factor in expected stock returns: An empirical study in Saudi Arabia. *Pacific Basin Finance Journal*, Vol. 34, Hal. 293-314. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2015.04.001>
- Nikmah, C., & Hung, R.-J. (2024). The impact of ASEAN economic community, firm characteristics and macroeconomics on firm performance and firm value: An investigation of Shariah-compliant firms in Indonesia. *Heliyon*, Vol.10 No. 11. <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2024.e32740>
- Quthbi, Z. H. (2017). Analisis Saham Syariah Efisien dengan Pendekatan Shari'a Compliant Asset Pricing Model (SCAPM) pada Jakarta Islamic Index (JII). *Economica: Jurnal Ekonomi Islam*, Vol.8 No.1, Hal. 131-147. <https://doi.org/10.21580/economica.2017.8.1.1829>
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling Author (s): Michael Spence Published by : Oxford University Press Stable URL : <https://www.jstor.org/stable/1882010>. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 87 No. 3, Hal. 355-374.
- Stefanie, S., & Machali, M. (2017). The Effect of Asset Structure and Firm Size on Firm Value with Capital Structure as Intervening Variable. *Journal of Business &*

Financial Affairs, Vol.06 No.04. <https://doi.org/10.4172/2167-0234.1000298>

Tajuddin, A. H., Abdullah, N. A. H., & Taufil Mohd, K. N. (2018). Shariah-compliant status and IPO oversubscriptions. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, Vol.9 No.4, 531–548. <https://doi.org/10.1108/JIABR-10-2017-0147>

Tawfik, O. I., & Elmaasrawy, H. E. (2023). Effect of Shariah compliance on financing decisions: empirical evidence from GCC. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*. <https://doi.org/10.1108/JIABR-07-2022-0165>

Ullah, N., Waheed, A., & Aman, N. (2022). *The Nexus Between Islamic Label and Firm Value: Evidence From Cross Country Panel Data*. Vol. 9 No. 4, Hal. 409–417. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2022.vol9.no4.0409>

Ullah, S., Haroon, M., Hussain, S., & Rehman, A. U. (2023). Islamic labelling and corporate governance: a perspective of Shariah compliance firms. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, Vol.14 No.6, Hal.849–867. <https://doi.org/10.1108/JIABR-03-2021-0108>