Seminar Nasional
FMI 2026 Surabaya
Prosiding

FMI Jawa Timur XVIII 2026

e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

Pengaruh Fund Size, Fund Age, Asset Allocation, dan Management Fee terhadap Kinerja Reksa Dana Syariah di Indonesia

Nimas Ayunita & Fitri Ismiyanti

Universitas Airlangga, Surabaya

Email: fitri.ismiyanti@feb.unair.ac.id

Abstract

This study analyzes how fund size, fund age, asset allocation, and management fees affect the performance of Sharia mutual funds, with market crises as a moderating variable. The study examines 172 mutual funds over 10 years, from January 2016 to December 2025, yielding 13,925 observations. The analysis uses multiple linear regression. The findings indicate that fund size and fund age have a significant positive impact on Sharia mutual fund performance. Conversely, asset allocation, categorized into three dummy variables, yields varied results: equity funds and balanced funds have a significant negative impact on Sharia mutual fund performance. In contrast, fixed-income funds show no significant effect. Management fees also show no significant impact. The moderating effects are diverse: market crises strengthen the influence of fund age and fixed-income asset allocation. Furthermore, market crises appear to weaken the negative impact of equity fund and balanced fund allocations, as well as the impact of management fees. Meanwhile, the moderating effect of market crises on the relationship between fund size and Sharia mutual fund performance is insignificant. This study shows that the internal characteristics of mutual funds can affect the performance of Sharia mutual funds in Indonesia, and that these effects may shift during market crises.

Keywords sharia mutual fund performance, fund size, fund age, asset allocation, management fee.

1. Pendahuluan

Reksa dana syariah merupakan salah satu instrumen investasi yang terus berkembang seiring meningkatnya industri keuangan syariah di berbagai negara. Di Indonesia, jumlah produk maupun nilai *asset under management* (AUM) reksa dana syariah menunjukkan tren peningkatan dalam beberapa tahun terakhir, meskipun kontribusinya terhadap industri keuangan syariah global masih relatif kecil. Pertumbuhan tersebut mencerminkan meningkatnya minat masyarakat terhadap investasi yang tidak hanya berorientasi pada keuntungan, tetapi juga sesuai dengan prinsip-prinsip syariah. Kondisi ini menjadikan evaluasi terhadap faktor-faktor yang memengaruhi kinerja reksa dana syariah semakin penting bagi investor maupun manajer investasi.

Kinerja reksa dana syariah tidak hanya dipengaruhi oleh kondisi pasar, tetapi juga oleh karakteristik internal reksa dana. Beberapa penelitian mengidentifikasi *fund size*, *fund age*, *asset allocation*, dan *management fee* sebagai faktor yang berpotensi memengaruhi kemampuan reksa dana dalam menghasilkan return. Secara teoritis, *Modern Portfolio Theory* (Markowitz,

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

1952) menjelaskan bahwa pengelolaan portofolio yang efisien dapat meningkatkan keseimbangan antara risiko dan return, sehingga karakteristik internal reksa dana diperkirakan memiliki hubungan dengan kinerja investasi. Namun demikian, keterbatasan investasi akibat penerapan prinsip syariah menyebabkan mekanisme pengelolaan reksa dana syariah memiliki karakteristik yang berbeda dibandingkan reksa dana konvensional sehingga hubungan antarvariabel tersebut masih perlu dikaji lebih lanjut.

Meskipun telah banyak penelitian mengenai determinan kinerja reksa dana, hasil penelitian sebelumnya masih menunjukkan inkonsistensi. Ferreira *et al*. (2013) menemukan bahwa dana berukuran kecil cenderung menghasilkan kinerja yang lebih baik, sedangkan Rehman dan Baloch (2014) serta Lelasi *et al*. (2018) melaporkan bahwa *fund size* berpengaruh positif terhadap kinerja reksa dana. Makni *et al*. (2016) menunjukkan bahwa *fund age* dan *management fee* berpengaruh positif terhadap kinerja, sementara *fund size* tidak signifikan. Di Indonesia, Julendra *et al*. (2023) justru menemukan bahwa *fund size* dan *fund age* tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja reksa dana syariah saham. Perbedaan temuan tersebut menunjukkan bahwa pengaruh karakteristik internal reksa dana terhadap kinerja masih belum memberikan kesimpulan yang konsisten, khususnya pada reksa dana syariah di Indonesia.

Selain karakteristik internal, kondisi pasar juga berpotensi mengubah pengaruh karakteristik reksa dana terhadap kinerjanya. Krisis pasar, khususnya selama pandemi COVID-19, menyebabkan peningkatan volatilitas dan ketidakpastian yang memengaruhi perilaku investor maupun strategi pengelolaan portofolio. Beberapa penelitian menunjukkan bahwa kinerja reksa dana syariah pada periode krisis berbeda dibandingkan kondisi normal. Oleh karena itu, penelitian ini tidak hanya menguji pengaruh *fund size*, *fund age*, *asset allocation*, dan *management fee* terhadap kinerja reksa dana syariah di Indonesia, tetapi juga menguji apakah krisis pasar berperan sebagai variabel moderasi yang memperkuat atau memperlemah hubungan tersebut. Dengan demikian, penelitian ini diharapkan dapat memperkaya literatur mengenai determinan kinerja reksa dana syariah sekaligus memberikan bukti empiris mengenai peran krisis pasar terhadap hubungan antara karakteristik internal reksa dana dan kinerjanya.

2. Tinjauan Literatur

Modern Portfolio Theory (MPT) yang dikembangkan oleh Markowitz (1952) menjelaskan bahwa keputusan investasi sebaiknya tidak hanya mempertimbangkan karakteristik suatu aset secara individual, tetapi juga mempertimbangkan kombinasi berbagai aset dalam suatu portofolio. Teori ini menekankan hubungan antara return dan risiko, sehingga investor berupaya memperoleh tingkat return tertentu dengan tingkat risiko yang minimum atau memperoleh return maksimum pada tingkat risiko tertentu. Salah satu konsep utama dalam MPT adalah diversifikasi, yaitu penggabungan aset yang memiliki karakteristik dan hubungan return yang berbeda untuk mengurangi risiko portofolio. Portofolio yang efisien merupakan portofolio yang mampu memberikan return tertinggi pada tingkat risiko tertentu atau risiko terendah pada tingkat return tertentu. Dalam konteks reksa dana syariah, prinsip tersebut tetap relevan karena manajer investasi mengelola dana investor dengan membentuk portofolio yang terdiri atas berbagai instrumen investasi yang memenuhi prinsip syariah. Meskipun pilihan instrumen

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

investasi reksa dana syariah dibatasi oleh ketentuan syariah, diversifikasi tetap dapat dilakukan di antara berbagai instrumen yang diperbolehkan. Oleh karena itu, MPT menjadi landasan untuk menjelaskan pengaruh *fund size*, *fund age*, dan *asset allocation* terhadap kinerja reksa dana syariah. Teori ini juga memberikan dasar untuk memahami perubahan pengaruh tersebut ketika terjadi krisis pasar karena peningkatan volatilitas dan perubahan pengaruh antar aset dapat memengaruhi efektivitas diversifikasi dan pembentukan portofolio yang efisien.

Selain MPT, penelitian ini menggunakan *Agency Theory* yang dikembangkan oleh Jensen dan Meckling (1976) untuk menjelaskan pengaruh *management fee* terhadap kinerja reksa dana syariah. Agency Theory (Jensen dan Meckling, 1976) menjelaskan hubungan kontraktual ketika *principal* memberikan wewenang kepada *agent* untuk melaksanakan suatu pekerjaan atau mengambil keputusan atas nama *principal*. Dalam industri reksa dana, investor berperan sebagai *principal* yang memberikan mandat kepada manajer investasi sebagai *agent* untuk mengelola dana yang dimiliki. Pendelegasian tersebut diperlukan karena investor tidak selalu memiliki waktu, kemampuan, atau informasi yang memadai untuk melakukan analisis investasi dan pengelolaan portofolio secara langsung. Manajer investasi kemudian bertanggung jawab melakukan analisis pasar, memilih instrumen investasi, membentuk portofolio, melakukan diversifikasi, mengelola risiko, serta menyesuaikan strategi investasi dengan kondisi pasar. Hubungan tersebut dapat menimbulkan asimetri informasi karena manajer investasi memiliki informasi yang lebih lengkap mengenai proses pengelolaan dana dibandingkan investor. Selain itu, terdapat potensi *agency conflict* apabila kepentingan manajer investasi tidak sepenuhnya sejalan dengan kepentingan investor. Dalam hubungan tersebut, *management fee* merupakan kompensasi yang diberikan kepada manajer investasi atas jasa pengelolaan dana. Meskipun *fee* dapat mendukung penyediaan jasa pengelolaan investasi secara profesional, biaya tersebut juga menjadi beban yang pada akhirnya dapat mengurangi return bersih yang diterima investor.

Kinerja reksa dana syariah dalam penelitian ini menggambarkan kemampuan produk reksa dana dalam menghasilkan return bagi investor berdasarkan perubahan Nilai Aktiva Bersih (NAB). Kinerja tersebut dipengaruhi oleh karakteristik internal reksa dana dan strategi pengelolaan portofolio yang diterapkan oleh manajer investasi. Berdasarkan MPT, kemampuan manajer investasi dalam membentuk portofolio yang efisien dipengaruhi oleh berbagai karakteristik dana, termasuk besarnya dana yang dikelola, pengalaman pengelolaan, serta komposisi aset dalam portofolio. Sementara itu, *Agency Theory* memberikan perspektif mengenai biaya pengelolaan yang dibayarkan investor kepada manajer investasi. Dengan demikian, *fund size*, *fund age*, *asset allocation*, dan *management fee* dapat memiliki hubungan dengan kinerja reksa dana syariah melalui mekanisme pengelolaan portofolio dan hubungan keagenan antara investor dan manajer investasi.

Fund size menunjukkan ukuran dana yang dikelola oleh suatu reksa dana yang dicerminkan melalui *asset under management* (AUM). Semakin besar dana yang dikelola, semakin besar pula sumber daya yang tersedia bagi manajer investasi untuk melakukan diversifikasi dan mengelola portofolio. Dari perspektif MPT, kemampuan melakukan diversifikasi merupakan salah satu faktor penting dalam pembentukan portofolio yang efisien. Dana yang lebih besar dapat memberikan fleksibilitas yang lebih luas bagi manajer investasi dalam mengalokasikan

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

dana ke berbagai instrumen investasi serta mengelola likuiditas portofolio. Selain itu, *fund size* yang lebih besar juga dapat memberikan manfaat *economies of scale* karena biaya pengelolaan dapat tersebar pada dana yang lebih besar. Hubungan tersebut dapat mendukung efisiensi pengelolaan portofolio dan pada akhirnya meningkatkan kinerja reksa dana. Secara empiris, Rehman dan Baloch (2014) serta Alvi dan Rehan (2020) menemukan bahwa *fund size* berpengaruh positif terhadap return reksa dana. Filip (2017) juga menemukan hubungan positif antara ukuran aset dan return pada reksa dana di beberapa negara Eropa Tengah dan Timur. Berdasarkan landasan teori dan hasil penelitian terdahulu tersebut, penelitian ini mengajukan hipotesis:

H1: *Fund size* berpengaruh positif terhadap kinerja reksa dana syariah di Indonesia.

Fund age menunjukkan lamanya suatu reksa dana telah beroperasi dan dapat mencerminkan pengalaman pengelolaan dana oleh manajer investasi. Reksa dana yang telah beroperasi lebih lama memiliki pengalaman yang lebih panjang dalam menghadapi berbagai kondisi pasar, mengelola portofolio, dan menyesuaikan strategi investasi. Dalam perspektif MPT, pengalaman tersebut dapat mendukung kemampuan manajer investasi dalam membentuk kombinasi aset yang lebih sesuai dengan karakteristik risiko dan return. Reksa dana yang lebih lama juga memiliki rekam jejak yang lebih panjang sehingga manajer investasi memiliki pengalaman dalam menghadapi perubahan kondisi pasar dan melakukan penyesuaian portofolio. Makni *et al*. (2016) menemukan bahwa *fund age* berpengaruh positif terhadap kinerja reksa dana syariah saham. Hasil serupa ditemukan oleh Bilhaq *et al*. (2022) yang menunjukkan adanya pengaruh positif fund age terhadap kinerja reksa dana syariah. Berdasarkan argumentasi tersebut, penelitian ini mengajukan hipotesis:

H2: *Fund age* berpengaruh positif terhadap kinerja reksa dana syariah di Indonesia.

Asset allocation menggambarkan bagaimana dana reksa dana dialokasikan pada berbagai kelas aset dan menjadi salah satu aspek utama dalam pembentukan karakteristik risiko dan return suatu portofolio. Dalam penelitian ini, *asset allocation* dibedakan menjadi reksa dana pasar uang, pendapatan tetap, saham, dan campuran, dengan pasar uang sebagai kategori pembanding. Perbedaan komposisi aset menyebabkan masing-masing jenis reksa dana memiliki tingkat risiko dan potensi return yang berbeda. Perspektif MPT menempatkan komposisi aset sebagai bagian penting dalam pembentukan portofolio karena kombinasi aset menentukan tingkat risiko dan return yang dihasilkan. Sharpe (1992) menunjukkan bahwa karakteristik return suatu reksa dana dapat digunakan untuk mengidentifikasi gaya investasi berdasarkan eksposurnya terhadap kelas aset tertentu. Pada reksa dana syariah, proses alokasi tersebut tetap harus dilakukan pada instrumen yang memenuhi prinsip syariah. Penelitian Peillex *et al*. (2019) menunjukkan bahwa *asset allocation* dan pengelolaan aktif berperan dalam menjelaskan variasi return reksa dana syariah. Elfakhani (2025) juga menemukan bahwa *asset allocation* memiliki hubungan yang signifikan dengan kinerja *Islamic mutual funds*. Berdasarkan uraian tersebut, penelitian ini mengajukan hipotesis:

H3: *Asset allocation* berpengaruh positif terhadap kinerja reksa dana syariah di Indonesia.

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

Management fee merupakan biaya yang dibayarkan kepada manajer investasi sebagai kompensasi atas jasa pengelolaan portofolio. Dalam perspektif Agency Theory (Jensen dan Meckling, 1976), pembayaran *management fee* merupakan bagian dari hubungan antara investor sebagai *principal* dan manajer investasi sebagai *agent*. Investor memberikan kompensasi kepada manajer investasi karena investor mendelegasikan proses pengelolaan dana, termasuk pemilihan aset, diversifikasi, pengelolaan risiko, dan penyesuaian strategi investasi. Namun, *management fee* juga merupakan biaya yang ditanggung investor dan dapat mengurangi return bersih yang diterima. Levine (2021) menjelaskan bahwa biaya pengelolaan berbasis *asset under management* yang dibebankan secara berulang dapat memberikan dampak kumulatif terhadap nilai akhir investasi. Mansor *et al*. (2015) juga menunjukkan bahwa biaya pengelolaan dapat memengaruhi return yang diterima investor pada reksa dana syariah. Dengan demikian, semakin besar *management fee* yang dibebankan, semakin besar pula biaya yang harus ditanggung investor sehingga berpotensi menurunkan kinerja bersih reksa dana. Berdasarkan argumentasi tersebut, penelitian ini mengajukan hipotesis:

H4: *Management fee* berpengaruh negatif terhadap kinerja reksa dana syariah di Indonesia.

Krisis pasar dapat mengubah lingkungan investasi dan kondisi pembentukan portofolio sehingga berpotensi mengubah hubungan antara karakteristik internal reksa dana dan kinerjanya. Dalam penelitian ini, krisis pasar direpresentasikan oleh periode pandemi COVID-19 yang dimulai pada Maret 2020 hingga Desember 2020. Pada periode tersebut, peningkatan ketidakpastian dan volatilitas pasar dapat memengaruhi harga aset, perilaku investor, serta strategi pengelolaan portofolio. Berdasarkan MPT, perubahan volatilitas dan korelasi antar aset selama periode tekanan pasar dapat menyebabkan portofolio yang sebelumnya efisien menghadapi karakteristik risiko dan return yang berbeda. Dengan demikian, efektivitas diversifikasi dan kemampuan manajer investasi dalam mengelola portofolio dapat berubah selama periode krisis. Hal tersebut menjadi dasar bahwa krisis pasar tidak hanya diposisikan sebagai kondisi waktu penelitian, tetapi juga sebagai kondisi yang dapat memoderasi pengaruh karakteristik internal reksa dana terhadap kinerja.

Pada kondisi krisis, *fund size* yang lebih besar dapat memberikan fleksibilitas bagi manajer investasi dalam mengelola likuiditas dan melakukan penyesuaian portofolio ketika terjadi perubahan kondisi pasar. Dana yang lebih besar juga memberikan ruang untuk melakukan diversifikasi pada berbagai instrumen sehingga dapat membantu pengelolaan risiko. Dekker *et al*. (2023) menunjukkan pentingnya likuiditas dan kemampuan pengelolaan dana dalam menghadapi peningkatan kebutuhan likuiditas selama periode COVID-19. Berdasarkan perspektif tersebut, krisis pasar diperkirakan memperkuat pengaruh positif *fund size* terhadap kinerja reksa dana syariah. Oleh karena itu, hipotesis yang diajukan adalah:

H5: Krisis pasar memperkuat pengaruh positif *fund size* terhadap kinerja reksa dana syariah di Indonesia.

Krisis pasar juga dapat meningkatkan pentingnya pengalaman pengelolaan dana dalam menghadapi kondisi pasar yang bergejolak. Reksa dana yang telah beroperasi lebih lama memiliki pengalaman dalam menghadapi berbagai kondisi pasar sehingga manajer investasi

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

memiliki rekam jejak dalam melakukan penyesuaian strategi dan pengelolaan risiko. Pengalaman tersebut dapat membantu manajer investasi dalam merespons peningkatan ketidakpastian dan perubahan kondisi pasar selama krisis. Dengan demikian, berdasarkan MPT, kemampuan untuk menyesuaikan kombinasi aset dalam menghadapi perubahan risiko dan return dapat menjadi semakin penting selama periode krisis. Kondisi tersebut menjadi dasar dugaan bahwa krisis pasar memperkuat pengaruh positif *fund age* terhadap kinerja reksa dana syariah. Oleh karena itu, hipotesis yang diajukan adalah:

H6: Krisis pasar memperkuat pengaruh positif *fund age* terhadap kinerja reksa dana syariah di Indonesia.

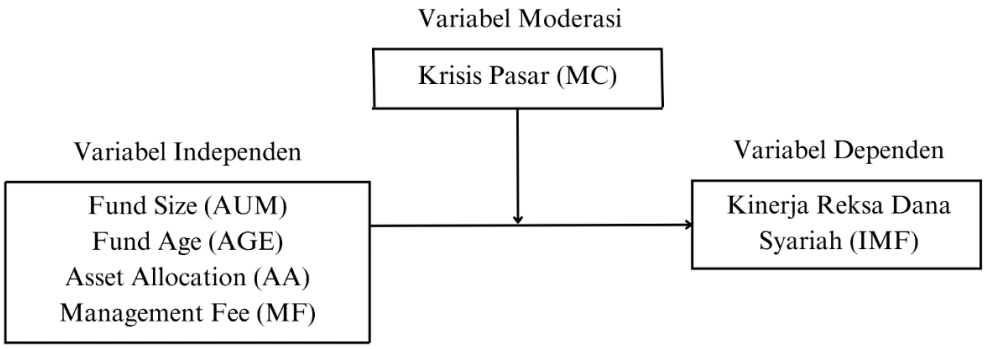
Asset allocation menjadi semakin relevan ketika kondisi pasar mengalami tekanan karena setiap kelas aset memiliki karakteristik risiko dan sensitivitas yang berbeda terhadap perubahan kondisi pasar. Perubahan harga dan volatilitas masing-masing kelas aset dapat menyebabkan komposisi portofolio memberikan kontribusi yang berbeda terhadap kinerja selama periode krisis dibandingkan periode normal. Dalam perspektif MPT, perubahan kondisi pasar dapat mengubah hubungan risiko dan return serta korelasi antar aset sehingga pilihan kombinasi aset menjadi semakin penting dalam pengelolaan portofolio. Ahmed dan Siddiqui (2018) menunjukkan bahwa karakteristik kelas aset dan kondisi pasar dapat berkaitan dengan perubahan kinerja selama periode tekanan pasar. Berdasarkan argumentasi tersebut, krisis pasar diperkirakan memperkuat pengaruh *asset allocation* terhadap kinerja reksa dana syariah. Oleh karena itu, hipotesis yang diajukan adalah:

H7: Krisis pasar memperkuat pengaruh positif *asset allocation* terhadap kinerja reksa dana syariah di Indonesia.

Management fee juga dapat memiliki relevansi yang berbeda ketika kondisi pasar mengalami krisis. Pada kondisi krisis, tekanan terhadap return investasi dan meningkatnya ketidakpastian dapat menyebabkan biaya pengelolaan menjadi semakin penting bagi investor. *Management fee* tetap dibebankan sebagai biaya pengelolaan meskipun kondisi pasar mengalami penurunan, sehingga biaya tersebut berpotensi memberikan pengaruh yang lebih besar terhadap return bersih yang diterima investor. Dalam perspektif *Agency Theory* (Jensen dan Meckling, 1976), kondisi tersebut berkaitan dengan hubungan antara kompensasi yang diterima manajer investasi dan hasil yang diperoleh investor sebagai *principal*. Apabila biaya pengelolaan meningkat sementara kondisi return mengalami tekanan, beban biaya yang ditanggung investor dapat semakin terasa. Berdasarkan argumentasi tersebut, krisis pasar diperkirakan memperkuat pengaruh negatif *management fee* terhadap kinerja reksa dana syariah. Oleh karena itu, hipotesis yang diajukan adalah:

H8: Krisis pasar memperkuat pengaruh negatif *management fee* terhadap kinerja reksa dana syariah di Indonesia.

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026



Gambar 1. Model Penelitian

3. Metode Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan desain penelitian eksplanatori untuk menganalisis pengaruh *fund size*, *fund age*, *asset allocation*, dan *management fee* terhadap kinerja reksa dana syariah di Indonesia dengan krisis pasar sebagai variabel moderasi. Data yang digunakan merupakan data sekunder yang diperoleh dari laporan Nilai Aktiva Bersih (NAB), *asset under management* (AUM), prospektus reksa dana, serta berbagai publikasi resmi yang diterbitkan oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK), Bareksa, dan manajer investasi. Unit analisis dalam penelitian ini adalah reksa dana syariah yang memenuhi kriteria sampel selama periode Januari 2016 hingga Desember 2025. Berdasarkan teknik *purposive sampling* diperoleh 172 reksa dana syariah dengan total 13.925 observasi panel tidak seimbang (*unbalanced panel*).

Tabel 1. Pengukuran Variabel

Variabel	Pengukuran
Kinerja Reksa Dana Syariah (Y)	*Monthly Return* berdasarkan perubahan Nilai Aktiva Bersih (NAB).
Fund Size (X1)	Logaritma natural *asset under management* (Ln AUM).
Fund Age (X2)	Umur reksa dana sejak tanggal efektif hingga periode observasi (bulan).
Asset Allocation (X3)	Variabel dummy berdasarkan kategori reksa dana syariah (pasar uang, pendapatan tetap, campuran, dan saham).
Management Fee (X4)	Persentase *management fee* tahunan yang dibebankan oleh manajer investasi.
Krisis Pasar (Z)	Variabel dummy (0 = sebelum dan sesudah pandemi COVID-19, 1 = selama pandemi COVID-19 dalam lingkup waktu dari bulan Maret 2020 sampai dengan Desember 2020).

Analisis data dilakukan menggunakan analisis regresi linier berganda tanpa moderasi untuk menguji pengaruh karakteristik internal reksa dana terhadap kinerja reksa dana syariah di Indonesia, serta model regresi linear berganda dengan moderasi untuk menguji pengaruh

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

langsung maupun pengaruh moderasi krisis pasar terhadap pengaruh karakteristik internal reksa dana terhadap kinerja reksa dana syariah. Sebelum pengujian hipotesis, dilakukan uji asumsi klasik yang meliputi uji normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi guna memastikan model regresi memenuhi asumsi statistik. Seluruh proses analisis data dilakukan menggunakan perangkat lunak IBM SPSS Statistics 29.0.02.

4. Hasil dan Pembahasan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa karakteristik internal reksa dana memiliki hubungan yang berbeda terhadap kinerja reksa dana syariah di Indonesia. Berdasarkan hasil regresi, *fund size* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja dengan koefisien sebesar 0,00028 dan tingkat signifikansi 0,008. Temuan ini menunjukkan bahwa semakin besar dana kelolaan, semakin tinggi kinerja reksa dana syariah. Dana kelolaan yang lebih besar memberikan ruang yang lebih luas bagi manajer investasi untuk melakukan diversifikasi dan mengelola portofolio secara lebih fleksibel. Temuan tersebut sejalan dengan *Modern Portfolio Theory* (Markowitz, 1952) yang menekankan pentingnya diversifikasi dalam membentuk portofolio yang efisien. Hasil penelitian ini juga sejalan dengan Rehman dan Baloch (2014), Alvi dan Rehan (2020), serta Filip (2017) yang menemukan hubungan positif antara ukuran dana dan kinerja reksa dana. Dengan demikian, besarnya dana kelolaan dalam penelitian ini berkaitan dengan kemampuan pengelolaan portofolio yang lebih mendukung pencapaian kinerja.

Fund age juga menunjukkan pengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja reksa dana syariah dengan koefisien sebesar 0,00058 dan tingkat signifikansi 0,004. Hasil tersebut menunjukkan bahwa reksa dana yang telah beroperasi lebih lama cenderung memiliki kinerja yang lebih baik. Usia yang lebih panjang dapat mencerminkan pengalaman manajer investasi dalam menghadapi berbagai kondisi pasar serta kemampuan dalam menyesuaikan strategi pengelolaan portofolio. Dalam perspektif *Modern Portfolio Theory* (Markowitz, 1952), pengalaman tersebut dapat mendukung proses pembentukan dan penyesuaian kombinasi aset sesuai dengan perubahan risiko dan return. Hasil penelitian ini konsisten dengan Makni *et al*. (2016) dan Bilhaq *et al*. (2022) yang menemukan pengaruh positif fund age terhadap kinerja reksa dana syariah.

Berbeda dengan *fund size* dan *fund age*, pengaruh *asset allocation* terhadap kinerja tidak menunjukkan arah yang seragam. Dengan reksa dana pasar uang sebagai kategori dasar, reksa dana saham memiliki koefisien -0,00400 dan signifikan, sedangkan reksa dana campuran memiliki koefisien -0,00154 dan signifikan. Sementara itu, reksa dana pendapatan tetap memiliki koefisien 0,00029 tetapi tidak signifikan. Hasil tersebut menunjukkan bahwa reksa dana dengan alokasi saham dan campuran memiliki kinerja yang lebih rendah dibandingkan kategori pasar uang dalam periode penelitian, sedangkan perbedaan kinerja reksa dana pendapatan tetap dengan pasar uang tidak terbukti secara statistik. Temuan ini dapat dijelaskan melalui *Modern Portfolio Theory* (Markowitz, 1952) yang memandang kinerja portofolio tidak hanya ditentukan oleh potensi return suatu aset, tetapi juga oleh tingkat risiko dan kondisi hubungan antar-aset. Periode penelitian mencakup kondisi pasar yang mengalami tekanan, termasuk pandemi COVID-19, sehingga aset dengan risiko dan volatilitas yang lebih tinggi

e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

menghadapi tekanan yang lebih besar. Hasil ini sejalan dengan Basya dan Utami (2021), tetapi berbeda dengan Peillex *et al*. (2019), Opi Prisilia dan Marsono (2020), serta Elfakhani (2025) yang menemukan pengaruh positif *asset allocation*. Perbedaan tersebut menunjukkan bahwa hubungan antara alokasi aset dan kinerja dapat dipengaruhi oleh kondisi pasar serta karakteristik portofolio yang digunakan.

Management fee tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap kinerja pada model tanpa moderasi. Variabel *management fee* memiliki koefisien sebesar 0,01121 dengan tingkat signifikansi 0,570. Hasil tersebut menunjukkan bahwa perbedaan *management fee* belum cukup kuat untuk menjelaskan variasi kinerja reksa dana syariah dalam penelitian ini. Berdasarkan *Agency Theory* (Jensen dan Meckling, 1976), *management fee* merupakan kompensasi yang diberikan investor kepada manajer investasi atas jasa pengelolaan dana. *Fee* tersebut dapat menjadi beban yang mengurangi return bersih investor, tetapi pada saat yang sama merupakan kompensasi atas aktivitas pengelolaan portofolio, diversifikasi, dan pengendalian risiko. Oleh karena itu, hubungan antara *management fee* dan kinerja tidak hanya ditentukan oleh besarnya biaya, tetapi juga oleh manfaat jasa pengelolaan yang diterima investor. Temuan ini sejalan dengan Makni *et al*. (2016) yang menunjukkan bahwa biaya pengelolaan tidak selalu berhubungan negatif dengan kinerja ketika dikaitkan dengan kemampuan pengelola dana.

Krisis pasar yang diproksikan dengan periode pandemi COVID-19 menunjukkan peran moderasi yang berbeda pada masing-masing karakteristik reksa dana. Interaksi *fund size* dan krisis pasar memiliki koefisien -0,00049 dengan tingkat signifikansi 0,207. Meskipun arah koefisien menunjukkan kecenderungan bahwa krisis mengurangi pengaruh positif *fund size*, hasil tersebut tidak signifikan sehingga krisis pasar tidak terbukti mengubah hubungan *fund size* terhadap kinerja secara statistik. Sebaliknya, interaksi *fund age* dan krisis pasar memiliki koefisien positif sebesar 0,00287 dan signifikan pada tingkat kurang dari 1%. Hasil ini menunjukkan bahwa pengaruh positif *fund age* menjadi lebih kuat selama periode krisis. Pengalaman pengelolaan yang tercermin dari usia reksa dana dapat menjadi lebih penting ketika manajer investasi menghadapi peningkatan volatilitas dan ketidakpastian. Temuan tersebut sejalan dengan Makni *et al*. (2016) serta Getmansky *et al*. (2012) yang menunjukkan pentingnya pengalaman dan keberlangsungan pengelolaan dalam menghadapi berbagai kondisi pasar.

Krisis pasar juga terbukti memoderasi hubungan asset allocation terhadap kinerja. Koefisien interaksi *asset allocation* saham dengan krisis pasar sebesar 0,01219, *asset allocation* pendapatan tetap dengan krisis pasar sebesar 0,00396, dan *asset allocation* campuran dengan krisis pasar sebesar 0,00771, seluruhnya signifikan. Koefisien interaksi yang positif menunjukkan bahwa krisis mengubah pengaruh *asset allocation* ke arah yang lebih positif dibandingkan kondisi normal. Pada reksa dana saham dan campuran, hasil tersebut menyebabkan pengaruh negatif terhadap kinerja menjadi lebih lemah selama periode krisis, sedangkan pada reksa dana pendapatan tetap pengaruhnya menjadi lebih positif. Temuan ini menunjukkan bahwa dampak krisis terhadap kinerja tidak hanya bergantung pada keberadaan krisis itu sendiri, tetapi juga pada komposisi aset yang dimiliki reksa dana. Kondisi tersebut sejalan dengan *Modern Portfolio Theory* (Markowitz, 1952) yang menjelaskan bahwa

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

perubahan volatilitas dan hubungan antar aset dapat mengubah karakteristik risiko dan return suatu portofolio. Hasil ini juga menunjukkan bahwa pengaruh *asset allocation* perlu dipahami secara spesifik berdasarkan kategori aset, bukan sebagai satu arah pengaruh yang seragam.

Pada *management fee*, hasil moderasi menunjukkan perubahan hubungan yang berbeda dari dugaan awal. Pada model moderasi, hasil *management fee* setelah dilakukan centering memiliki koefisien -0,08944 dan signifikan pada tingkat kurang dari 1%, sedangkan interaksi *management fee* dengan krisis pasar memiliki koefisien 0,25240 dan signifikan pada tingkat kurang dari 1%. Hal tersebut menunjukkan bahwa *management fee* berpengaruh negatif terhadap kinerja pada kondisi normal, tetapi krisis pasar justru memperlemah pengaruh negatif tersebut. Dalam perspektif *Agency Theory* (Jensen dan Meckling, 1976), kondisi krisis meningkatkan ketidakpastian dan kebutuhan terhadap pengelolaan portofolio yang lebih aktif, termasuk penyesuaian komposisi aset, pengelolaan likuiditas, dan pengendalian risiko. Dengan demikian, *management fee* pada periode krisis tidak hanya dapat dipandang sebagai biaya yang mengurangi return, tetapi juga sebagai kompensasi atas jasa pengelolaan yang menjadi lebih kompleks. Temuan ini sejalan dengan Rehan *et al*. (2020) yang menunjukkan peningkatan volatilitas selama pandemi COVID-19 serta Das *et al*. (2018) yang menunjukkan bahwa karakteristik internal reksa dana dapat memiliki hubungan yang berbeda ketika pasar berada dalam tekanan.

Secara keseluruhan, hasil penelitian menunjukkan bahwa pengaruh karakteristik internal reksa dana terhadap kinerja tidak bersifat seragam. *Fund size* dan *fund age* terbukti berhubungan positif dengan kinerja, sedangkan *asset allocation* menunjukkan perbedaan berdasarkan kategori aset dan *management fee* tidak signifikan pada model tanpa moderasi. Ketika krisis pasar diperhitungkan, pengaruh *fund age* menjadi lebih kuat, *asset allocation* mengalami perubahan pengaruh berdasarkan kategori aset, dan pengaruh negatif *management fee* menjadi lebih lemah. Temuan tersebut menunjukkan bahwa kondisi pasar merupakan konteks penting dalam memahami hubungan antara karakteristik reksa dana dan kinerjanya.

Tabel 2. Deskriptif Statistik.

Deskriptif Statistik					
Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Kinerja Reksa Dana Syariah	13925	-0,0830	0,0814	0,0022	0,0207
(IMF)	13925	18,0721	29,9595	24,5603	1,7263
Fund Size (AUM)	13925	1,0986	5,7301	3,9737	0,9227
Fund Age (AGE)	13925	0	1	0,28	0,450
Asset Allocation Saham (AAS)					
Asset Allocation Pendapatan	13925	0	1	0,28	0,451
Tetap (AAPT)	13925	0	1	0,16	0,365
Asset Allocation Campuran	13925	0,005	0,05	0,0244	0,0113
(AAC)	13925	0	1	0,09	0,286
Management Fee (MF)	13925				

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

Krisis Pasar (MC) Valid N (listwise)					

Tabel 3. Hasil Analisis Regresi Linear Berganda Model 1-5.

	IMF				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Constant	-0,0060** (-2,195)	0,00167*** (9,103)	0,00167*** (9,091)	0,00309*** (8,824)	0,00168*** (9,135)
Fund Size (AUM)	0,00028*** (2,662)	0,00033*** (3,173)	-	-	-
Fund Age (AGE)	0,00058*** (2,857)	-	0,00005 (0,785)	-	-
Asset Allocation Saham (AAS)	-0,00400*** (-6,600) 0,00029(ns) (0,576)	-	-	-0,00433*** (-8,840) 0,00036(ns) (0,725)	-
Asset Allocation Pend. Tetap	-0,00154** (-2,403)	-	-	-0,00179*** (-3,101)	-
Asset Allocation Campuran (AAC)	0,01121(ns) (0,570) -	- 0,00579*** (9,442)	- 0,00639*** (10,116)	- 0,00022(ns) (0,196)	-0,08944*** (-5,479) 0,00588*** (9,589)
Management Fee (MF)	-	-0,00049(ns) (-1,262)	-	-	-
Krisis Pasar (MC)	-	-	0,00287*** (4,063)	-	-
Centering AUM C_AUM*MC	-	-	-	0,01219*** (7,383) 0,00396** (2,485)	-
Centering Age C_AGE*MC	-	-	-	0,00771*** (4,091)	-
AA S*MC	-	-	-	-	0,25240*** (4,774)
AA PT *MC	13925 0,0074	13925 0,0071	13925 0,0077	13925 0,0165	13925 0,0092
AA C *MC	0,0069 17,217	0,0069 33,102	0,0075 35,930	0,0160 33,268	0,0090 43,214
Centering MF C_MF*MC	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

Observasi R-Square Adjusted R^2 F Statistic Sig.F					

Keterangan :

*** : Tingkat signifikansi (level of significance) 1%

** : Tingkat signifikansi (level of significance) 5%

* : Tingkat signifikansi (level of significance) 10%

ns : Tidak signifikan

5. Kesimpulan

Penelitian ini memberikan beberapa hasil yaitu bahwa *Fund size* berpengaruh positif terhadap kinerja reksa dana syariah di Indonesia. Artinya, semakin besar ukuran dana kelolaan, semakin baik kinerja reksa dana syariah yang dihasilkan. *Fund age* berpengaruh positif terhadap kinerja reksa dana syariah di Indonesia. Artinya, semakin lama usia reksa dana, semakin baik pula kinerjanya. *Asset allocation* berpengaruh terhadap kinerja reksa dana syariah, tetapi arah pengaruhnya tidak seragam antarjenis alokasi aset. Reksa dana saham dan reksa dana campuran menunjukkan pengaruh negatif, sedangkan reksa dana pendapatan tetap tidak berpengaruh. Secara umum, hipotesis bahwa *asset allocation* berpengaruh secara positif terhadap kinerja tidak didukung oleh hasil penelitian. *Management fee* tidak berpengaruh terhadap kinerja reksa dana syariah di Indonesia. Artinya, besar kecilnya *management fee* belum terbukti menjadi faktor yang menentukan kinerja reksa dana syariah dalam penelitian ini.

Dari sisi moderasi yaitu peran krisis pasar diketahui bahwa krisis pasar tidak terbukti memperkuat pengaruh negatif *fund size* terhadap kinerja reksa dana syariah. Walaupun arah koefisien interaksi menunjukkan kecenderungan pelemahan, peran moderasi menunjukkan tidak memperkuat atau memperlemah pengaruh fund size terhadap kinerja reksa dana syariah. Krisis pasar memperkuat pengaruh positif *fund age* terhadap kinerja reksa dana syariah. Temuan ini menunjukkan bahwa pada periode krisis, usia reksa dana yang lebih panjang semakin berkaitan dengan kinerja yang lebih baik. Krisis pasar memperlemah pengaruh negatif *asset allocation* reksa dana saham dan reksa dana campuran terhadap kinerja reksa dana syariah, sedangkan pada reksa dana pendapatan tetap, krisis pasar memperkuat pengaruh positif reksa dana pendapatan tetap terhadap kinerja reksa dana syariah. Seluruh interaksi *asset allocation* dengan krisis pasar menunjukkan pengaruh positif, sehingga peran alokasi aset menjadi semakin penting pada saat pasar mengalami gejolak. Krisis pasar justru melemahkan pengaruh negatif *management fee* terhadap kinerja reksa dana syariah. Interaksi antara *management fee* dan krisis pasar bernilai positif, sehingga beban *management fee* terhadap kinerja menjadi lebih kecil pada periode krisis.

e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

Referensi

Bareksa. (2025). *Data reksa dana Indonesia*. Retrieved May 15, 2026, from https://www.bareksa.com/id/data/reksadana

Bareksa. (2025). *Nilai aktiva bersih (NAB) reksa dana*. Retrieved May 15, 2026, from https://www.bareksa.com/id/data/reksadana

Bilhaq, F., Nawir, J., & Nurmatias. (2022). The relation of fund characteristics on sharia equity mutual funds performance. *Al Tijarah, 8*(1). https://doi.org/10.21111/tijarah.v8i1.6553

Boo, Y. L., Ee, M. S., Li, B., & Rashid, M. (2017). Islamic or conventional mutual funds: Who has the upper hand? Evidence from Malaysia. *Pacific-Basin Finance Journal, 42*, 183-192. https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2016.01.004

Carhart, M. M. (1997). On persistence in mutual fund performance. *The Journal of Finance, 52*(1), 57-82.

Chen, J., Hong, H., Huang, M., & Kubik, J. D. (2004). Does fund size erode mutual fund performance? The role of liquidity and organization. *American Economic Review, 94*(5), 1276-1302. https://doi.org/10.1257/0002828043052277

Clare, A., O'Sullivan, N., Sherman, M., & Thomas, S. (2019). The impact of financial and economic factors on Islamic mutual fund performance: Evidence from multiple fund categories. *Journal of Multinational Financial Management, 52-53*, Article 100607. https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2019.100607

Climent, F., Mollá, P., & Soriano, P. (2020). The investment performance of U.S. Islamic mutual funds. *Sustainability, 12*(9), Article 3530. https://doi.org/10.3390/su12093530

Daniel, K., Grinblatt, M., Titman, S., & Wermers, R. (1997). Measuring mutual fund performance with characteristic-based benchmarks. *The Journal of Finance, 52*(3), 1035-1058.

Das, N., Ruf, B., Chatterjee, S., & Sunder, A. (2018). Fund characteristics and performances of socially responsible mutual funds: Do ESG ratings play a role? *Journal of Accounting and Finance, 18*(6). https://doi.org/10.33423/jaf.v18i6.449

Elfakhani, S. (2025). Islamic, ethical and conventional mutual funds: A comparative study (1990-2022). *Journal of Islamic Accounting and Business Research, 16*(8), 1370-1393. https://doi.org/10.1108/JIABR-03-2023-0105

Elfakhani, S., Hassan, M. K., & Sidani, Y. (2007). Islamic mutual funds. In M. K. Hassan & M. K. Lewis (Eds.), *Handbook of Islamic banking* (pp. 256-276). Edward Elgar Publishing. https://doi.org/10.4337/9781847205414.00026

Elfakhani, S., Sidani, Y., & Fahel, O. (2004). An assessment of the performance of Islamic mutual funds. *European Journal of Management and Public Policy, 3*(1), 41-64.

Elton, E. J., Gruber, M. J., & Blake, C. R. (1996). The persistence of risk-adjusted mutual fund performance. *The Journal of Business, 69*(2), 133-157.

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

Farid, S., & Wahba, H. (2022). The effect of fund size on mutual funds performance in Egypt. *Future Business Journal, 8*(1), Article 27. https://doi.org/10.1186/s43093-022-00135-7

Ferreira, M. A., Keswani, A., Miguel, A. F., & Ramos, S. B. (2013). The flow-performance relationship around the world. *Review of Financial Studies, 26*(9), 1759-1790.

Getmansky, M., Lee, P. A., & Lo, A. W. (2012). Hedge funds: A dynamic industry in transition. *Annual Review of Financial Economics, 4*, 483-577. https://doi.org/10.1146/annurev-financial-110311-101738

Guasoni, P., & Wang, G. (2015). Hedge and mutual funds' fees and the separation of private investments. *Finance and Stochastics, 19*(3), 473-507. https://doi.org/10.1007/s00780-015-0266-y

Hassan, M. K., & Girard, E. (2010). Faith-based investing: The case of Dow Jones Islamic indexes. *Islamic Economic Studies, 17*(2), 1-31.

Hayat, R., & Kraeussl, R. (2011). Risk and return characteristics of Islamic equity funds. *Emerging Markets Review, 12*(2), 189-203. https://doi.org/10.1016/j.ememar.2011.02.002

Jensen, M. C. (1968). The performance of mutual funds in the period 1945-1964. *The Journal of Finance, 23*(2), 389-416.

Julendra, A. K. M., Wijayanti, D. M., & Haryono, S. (2023). Determinant performance of Islamic equity funds in Indonesia. *Global Review of Islamic Economics and Business, 11*(1), 64-83. https://doi.org/10.14421/grieb.2023.111-04

Levine, J. (2024). Investment AUM fee costs: Evaluating a simple formula. *Parabola, 60*(1).

Makni, R., Benouda, O., & Delhoumi, E. (2016). International evidence on Islamic equity fund characteristics and performance persistence. *Review of Financial Economics, 31*(1), 75-82. https://doi.org/10.1016/j.rfe.2016.06.002

Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *The Journal of Finance, 7*(1), 77-91. https://doi.org/10.2307/2975974

Mirza, N., Rizvi, S. K. A., Saba, I., Naqvi, B., & Yarovaya, L. (2022). The resilience of Islamic equity funds during COVID-19: Evidence from risk-adjusted performance, investment styles and volatility timing. *International Review of Economics and Finance, 77*, 276-295. https://doi.org/10.1016/j.iref.2021.09.019

Otoritas Jasa Keuangan. (2019). *Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 33/POJK.04/2019 tentang penerbitan dan persyaratan reksa dana syariah*. https://ojk.go.id

Otoritas Jasa Keuangan. (2025). *Laporan perkembangan keuangan syariah Indonesia tahun 2025*. https://www.ojk.go.id

Otoritas Jasa Keuangan. (2025). *Statistik reksa dana syariah Desember 2025*. https://www.ojk.go.id/id/kanal/syariah/data-dan-statistik/reksa-dana-syariah

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

Peillex, J., Erragragui, E., & Benlemlih, M. (2019). The contribution of market movements, asset allocation and active management to Islamic equity mutual fund performance. *Quarterly Review of Economics and Finance*. https://doi.org/10.1016/j.qref.2018.09.004

Pemerintah Republik Indonesia. (2020). *Presiden umumkan dua kasus pertama COVID-19 di Indonesia*. https://www.presidenri.go.id

PT Bursa Efek Indonesia. (2025). *Reksa dana*. https://www.idx.co.id/id/produk/reksa-dana

PT Infovesta Utama. (2025). *Infovesta fund evaluator*. https://www.infovesta.com

Sharpe, W. F. (1992). Asset allocation: Management style and performance measurement. *The Journal of Portfolio Management, 18*(2), 7-19.

Wermers, R. (2000). Mutual fund performance: An empirical decomposition into stock-picking talent, style, transactions costs, and expenses. *The Journal of Finance, 55*(4), 1655-1695.

Yan, X. (2008). Liquidity, investment style, and the relation between fund size and fund performance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis, 43*(3), 741-767. https://doi.org/10.1017/S0022109000004270

Copyrights

Copyright for this article is retained by the author(s), with first publication rights granted to the journal.

This is an open-access article distributed under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution license (http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/)