

PENGARUH RETURN HISTORIS, ASSET UNDER MANAGEMENT, EXPENSE RATIO DAN UMUR REKSA DANA SAHAM TERHADAP KINERJA REKSA DANA SAHAM PERIODE 2019-2024 DENGAN UMUR REKSA DANA SEBAGAI MODERASI

Stefani Evita Krisnantika¹, Rohmini Indah Lestari², Dian Indriana T³
stefanievita25@gmail.com¹, rohmini@usm.ac.id², dianrinawidjatmoko@gmail.com³
Universitas Semarang

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh return historis, Asset Under Management (AUM), expense ratio, dan umur reksa dana terhadap kinerja reksa dana saham dengan umur reksa dana sebagai variabel moderasi. Penelitian ini dilatarbelakangi oleh pertumbuhan industri reksa dana saham di Indonesia yang belum diikuti dengan peningkatan kinerja yang konsisten, sehingga diperlukan kajian mengenai faktor-faktor yang memengaruhi kemampuan reksa dana dalam menghasilkan abnormal return. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan data sekunder yang diperoleh dari fund fact sheet bulanan reksa dana saham periode 2019–2024. Sampel penelitian dipilih menggunakan teknik purposive sampling, sehingga diperoleh 32 reksa dana saham dengan total 2.304 observasi. Analisis data dilakukan menggunakan regresi data panel dengan Fixed Effect Model (FEM) serta Moderated Regression Analysis (MRA) untuk menguji peran umur reksa dana sebagai variabel moderasi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa return historis berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja reksa dana saham yang diukur menggunakan Jensen's Alpha, sedangkan AUM, expense ratio, dan umur reksa dana tidak berpengaruh signifikan. Hasil pengujian moderasi menunjukkan bahwa umur reksa dana tidak mampu memoderasi pengaruh return historis dan expense ratio terhadap kinerja reksa dana saham, tetapi mampu memoderasi pengaruh AUM terhadap kinerja dengan arah negatif. Temuan ini mengindikasikan bahwa return historis merupakan faktor utama yang memengaruhi kinerja reksa dana saham, sedangkan peningkatan dana kelolaan pada reksa dana yang memiliki umur lebih matang belum tentu meningkatkan kemampuan reksa dana dalam menghasilkan abnormal return.

Kata Kunci: Return Historis, Asset Under Management, Expense Ratio, Age of Fund, Jensen's Alpha, Kinerja Reksa Dana.

Abstract

This study aims to examine the effects of historical return, Assets Under Management (AUM), expense ratio, and fund age on the performance of equity mutual funds, with fund age serving as a moderating variable. This study is motivated by the growth of the equity mutual fund industry in Indonesia, which has not been accompanied by consistent improvements in fund performance. Therefore, it is necessary to investigate the factors that influence the ability of equity mutual funds to generate abnormal returns. This study employed a quantitative approach using secondary data obtained from the monthly fund fact sheets of equity mutual funds for the 2019–2024 period. The sample was selected using a purposive sampling technique, resulting in 32 equity mutual funds with a total of 2,304 observations. The data were analyzed using panel data regression with the Fixed Effect Model (FEM) and Moderated Regression Analysis (MRA) to examine the moderating role of fund age. The results indicate that historical return has a positive and significant effect on equity mutual fund performance, as measured by Jensen's Alpha, while Assets Under Management (AUM), expense ratio, and fund age have no significant effect. Furthermore, the moderation analysis reveals that fund age does not moderate the effects of historical return and expense ratio on equity mutual fund performance but significantly moderates the relationship between Assets Under Management (AUM) and equity mutual fund performance in a negative direction. These findings suggest that historical return is the primary determinant of equity mutual fund performance, whereas an increase in assets under management among more mature mutual funds does not necessarily enhance their ability to generate abnormal returns.

Keywords: *Historical Return, Asset Under Management, Expense Ratio, Age of Fund, Jensen's Alpha, Mutual Fund Performance.*

PENDAHULUAN

Minat Masyarakat terhadap instrument reksadana saham mengalami peningkatan. Berdasarkan Data Kustodian Sentral Efek Indonesia (2024) menunjukkan jumlah investor reksadana mengalami pertumbuhan 22,9% pada Desember 2024 dibandingkan dengan tahun sebelumnya. Reksadana Saham menjadi pilihan instrument investasi pilihan terlebih bagi investor pemula karena memberikan potensi imbal hasil yang tinggi dan resiko rendah melalui diversifikasi aset saham yang dikelola secara professional oleh Manajer Investasi (Verdiyanto *et al.*, 2020; Kertiani & Masdiantini, 2021, Amanah *et al.*, 2020).

Pada kenyataannya, kinerja reksadana saham di Indonesia belum dapat memenuhi ekspektasi investor. Banyak produk reksadana saham yang menunjukkan *underperformance* jika dibandingkan dengan *benchmark* yakni IHSG. Kondisi ini menimbulkan kontradiktif, dimana instrument yang dianggapnya *high risk-high return* justru menunjukkan *high risk-lower return*. Fenomena ini juga diperkuat dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh (Amanah *et al.*, 2020), dimana hasil penelitian menunjukkan return reksa dana saham yang belum optimal. Selain itu, fenomena lapangan yang terjadi di lapangan adalah sebagai berikut:



Gambar 1 Grafik Perbandingan Kinerja 3 Tahun

Sumber: <https://app.bibit.id/>

Berdasarkan gambar 1, kinerja Reksadana Saham (*Sucorinvest Equity Fund*) memiliki kinerja yang lebih rendah jika dibandingkan dengan IHSG dan Reksadana Campuran (*Sucorinvest Citra Dana Berimbang*). Fenomena dalam gambar 1 mencerminkan kinerja reksadana yang dinilai kurang optimal, sedangkan konsep diversifikasi aset dalam perspektif *Modern Portfolio Theory* (MPT) telah diterapkan. Dalam perspektif Teori MPT kondisi kinerja reksadana saham menunjukkan bahwa manajer investasi belum sepenuhnya berhasil dalam menyusun kombinasi aset yang efisien. Fenomena ini menegaskan bahwa meskipun diversifikasi dilakukan, efektivitas pengelolaan aset masih menjadi tantangan bagi manajer investasi dalam menghasilkan kinerja yang superior dan konsisten.

Terdapat paradigma bahwa *return historis* dapat menjadi daya predictor dan menjadi dasar penilaian kinerja reksadana saham, maka dari itu *return historis* dapat menjadi variabel yang dapat mempengaruhi kinerja reksadana. Kinerja masa lalu diyakini mencerminkan kemampuan manajer investasi dan sebagai sinyal kepercayaan investor terhadap keahlian strategi diversifikasi yang dilakukan oleh manajer investasi (Rambe *et al.*, 2023; Mairafi *et al.*, 2025). Namun variabel tersebut tidak bersifat absolut yang dapat menjamin kinerja reksadana di masa depan.

Terdapat inkonsistensi hasil dari penelitian empiris terkait pengaruh *return historis* terhadap kinerja reksa dana. Beberapa studi menunjukkan adanya pengaruh positif *return historis* terhadap kinerja reksa dana (Alvi & Rehan, 2020; Mairafi *et al.*, 2025; Rambe *et al.*, 2023). Hal ini mengindikasikan persistensi return dapat menjadi sinyal positif bagi investor untuk mempercayai strategi diversifikasi dari manajer investasi. Namun, hasil sebaliknya ditemukan oleh Kaur (2018) dan Martí-Ballester & Erden (2025) yang menemukan bahwa kinerja masa lalu memiliki pengaruh negative dan signifikan terhadap kinerja reksadana, namun hanya ketika kinerja diukur dengan menggunakan *gross return* dan *sharpe ratio*. Sedangkan, penelitian lain menunjukkan bahwa *return historis* tidak memiliki pengaruh terhadap kinerja reksadana saham (Choi & Zhao, 2020; Nur & Fernandika, 2022).

Asset Under Management (AUM) merupakan ukuran total dana yang dikelola oleh manajer investasi dan mencerminkan skala pengelolaan suatu produk reksa dana (Wulandari & Sukoco, 2023). AUM yang besar dinilai memiliki keunggulan kompetitif dibandingkan AUM kecil. Manajer investasi dengan dana kelolaan besar memiliki akses terhadap sumber daya yang lebih luas serta peluang investasi terdiversifikasi yang lebih beragam. Namun, di sisi lain juga mengalami kendala *diseconomies scale*.

Hasil penelitian empiris terkait *Asset Under Management* masih terdapat inkonsistensi. Terdapat studi empiris menunjukkan adanya pengaruh positif signifikan, dimana AUM yang lebih besar dinilai memberikan keunggulan skala ekonomi, memperluas peluang diversifikasi portofolio, serta meningkatkan efisiensi operasional yang pada akhirnya dapat mendorong peningkatan return investasi (Farid & Wahba, 2022). Namun, terdapat studi empiris yang menemukan AUM memiliki pengaruh negative signifikan terhadap kinerja, karena AUM yang terlalu besar dapat menimbulkan inefisiensi dan *diseconomies scale* sehingga menurunkan kinerja reksadana (Farid & Wahba, 2022; Mairafi *et al.*, 2025; Vidal-García & Vidal, 2024). Di sisi lain, studi lain menyatakan bahwa AUM tidak berpengaruh terhadap kinerja reksadana saham (Nur & Fernandika, 2022; Wulandari & Sukoco, 2023).

Expense Ratio merupakan salah satu faktor penting yang mempengaruhi kinerja reksa dana. Rasio ini menggambarkan besarnya biaya operasional yang dikeluarkan oleh manajer investasi dalam pengelolaan reksa dana (Masnito *et al.*, 2022). Semakin rendah nilai *expense ratio*, semakin efisien pengelolaan dana, sehingga peluang untuk memperoleh return lebih tinggi juga meningkat. Sebaliknya, *expense ratio* tinggi dapat menurunkan kinerja reksa dana karena biaya operasional yang besar akan menggerus hasil investasi (Wulandari & Sukoco, 2023). Temuan empiris mengenai pengaruh *expense ratio* terhadap kinerja reksa dana masih bervariasi. Beberapa studi menunjukkan hubungan positif antara *expense ratio* dan kinerja, karena biaya yang lebih tinggi terkadang berkorelasi dengan kualitas pengelolaan yang lebih baik (Farid & Wahba, 2022). Namun, studi lain menemukan bahwa *expense ratio* berpengaruh negatif, terutama karena tingginya biaya mengurangi laba dan menurunkan Nilai Aktiva Bersih (Salihu Mairafi *et al.*, 2024).

Berdasarkan temuan penelitian empiris, pengaruh *expense ratio* terhadap kinerja reksadana masih bervariasi. Beberapa studi menemukan hubungan positif antara *expense ratio* dan kinerja reksa dana saham, yang menunjukkan bahwa biaya pengelolaan yang lebih tinggi kadang mencerminkan kualitas manajemen investasi yang lebih baik sehingga berpotensi meningkatkan *return* (Masnito *et al.*, 2022). Sebaliknya, penelitian lain melaporkan pengaruh negatif, karena tingginya biaya operasional dapat mengurangi laba dan menurunkan Nilai Aktiva Bersih (NAB) produk reksa dana saham (Lagu, 2020). Selain itu, terdapat temuan yang menunjukkan bahwa *expense ratio* tidak memberikan pengaruh signifikan terhadap kinerja reksa dana saham, sehingga efektivitas pengelolaan portofolio bisa dipengaruhi oleh faktor-faktor lain seperti strategi investasi dan karakteristik produk (Wulandari & Sukoco, 2023).

Umur Reksadana merupakan variabel yang mencerminkan lamanya suatu produk reksadana beroperasi sejak tanggal efektif penawaran hingga periode penelitian. Umur reksadana seringkali dikaitkan dengan pengalaman dan kapabilitas manajer investasi dalam mengelola portofolio. Reksadana yang beroperasi lebih lama diasumsikan memiliki *track record* yang lebih Panjang sehingga lebih andal dan dapat memberikan gambaran historis yang lebih komprehensif bagi investor (Christiandi & Colline, 2021; Hada & Suri, 2020). Semakin panjang umur reksadana, maka semakin tinggi akumulasi pengalaman manajer investasi dalam menghadapi dinamika pasar (Singh & Tandon, 2022).

Berdasarkan penelitian empiris, temuan pengaruh umur reksadana terhadap kinerja reksadana masih bervariasi. Beberapa studi menemukan bahwa umur reksadana berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja reksadana, dimana semakin tua usia reksadana maka akan semakin baik performanya karena adanya akumulasi pengalaman manajerial (Alvi & Rehan, 2020; Rambe *et al.*, 2023). Sebaliknya, penelitian lain menunjukkan bahwa umur reksadana menunjukkan korelasi negative yang mengindikasikan bahwasannya reksadana yang lebih muda cenderung menghasilkan kinerja yang lebih tinggi dibandingkan dengan reksadana yang lebih tua (Hada & Suri, 2020; Mairafi *et al.*, 2025). Sedangkan, terdapat beberapa penelitian yang mendapatkan hasil tidak adanya korelasi antara umur reksadana dengan kinerja reksadana, sehingga lamanya operasional tidak menjamin superioritas. Meskipun berbagai studi telah dilakukan untuk menguji faktor-faktor yang mempengaruhi kinerja reksadana, hasil temuan dari penelitian sebelumnya menunjukkan adanya inkonsistensi hasil secara empiris, dan berikut rangkuman tabel inkonsistensi hasil penelitian empiris:

Tabel 1 Research Gap

No	Research Gap	Penulis	Hasil
1	Pengaruh Expense Ratio Terhadap Kinerja Reksadana	(Alvi & Rehan, 2020; Farid & Wahba, 2022; Masnito <i>et al.</i> , 2022)	Berpengaruh Positif
		Salihu Mairafi <i>et al.</i> , 2024; Lagu, 2020	Berpengaruh Negatif
		(Nurazizah & Devy, 2024; Wulandari & Sukoco, 2023)	Tidak Berpengaruh
2	Pengaruh Return Historis Terhadap Kinerja Reksadana	(Alvi & Rehan, 2020; Mairafi <i>et al.</i> , 2025; Rambe <i>et al.</i> , 2023)	Berpengaruh Positif
		(Livingston <i>et al.</i> , 2019; Singh & Tandon, 2022; Yasyfa Audita <i>et al.</i> , 2023)	Berpengaruh Negatif
		Choi & Zhao, 2020; Nur & Fernandika, 2022	Tidak Berpengaruh
3	Pengaruh Asset Under Management Terhadap Kinerja Reksadana	Azis <i>et al.</i> , 2022 Christiandi & Colline, 2021; Bayu Pamungkas & Lina Situngkir, 2024	Berpengaruh Positif
		Vidal-García & Vidal, 2024; Lagu, 2020	Berpengaruh Negatif
		Nur & Fernandika, 2022	Tidak Berpengaruh
4	Pengaruh Umur Reksadana Terhadap Kinerja Reksadana	Al Shakh <i>et al.</i> , 2024; Alvi & Rehan, 2020; Handyansyah <i>et al.</i> , 2025.-; Vidal-García & Vidal, 2024	Berpengaruh Positif
		Farid & Wahba, 2022; Martí-Ballester & Erden, 2025; Nur & Fernandika, 2022; Singh & Tandon, 2022	Berpengaruh Negatif
		Carlsson <i>et al.</i> , 2020; Christiandi & Colline, 2021; Hertina <i>et al.</i> , 2022.; Latifah <i>et al.</i> , 2026	Tidak Berpengaruh

Sejumlah penelitian sebelumnya menunjukkan adanya inkonsistensi hasil mengenai pengaruh seperti *return historis*, *asset under management*, *expense ratio* dan umur reksadana terhadap kinerja reksadana saham. Perbedaan hasil tersebut menunjukkan adanya indikasi variabel lain yang berpotensi mempengaruhi hubungan antar variabel yang belum dikaji secara lebih lanjut.

Berdasarkan *Modern Portfolio Theory* dan *Signalling Theory* yang menjelaskan peran diversifikasi dalam produk reksadana, dan umur reksadana sebagai sinyal kepercayaan investor. Meskipun penelitian terdahulu menggunakan umur reksadana sebagai variabel pengaruh langsung, penelitian ini menempatkan umur reksadana sebagai moderasi dalam hubungan faktor internal reksadana terhadap kinerja reksadana. Umur reksadana dapat menjadi predictor yang diperkirakan mampu memperkuat atau memperlemah pengaruh faktor internal seperti *expense ratio*, *return historis*, dan *asset under management* (AUM).

Berdasarkan penelitian empiris sebelumnya masih terdapat *research gap* berupa inkonsistensi hasil dan belum adanya pendekatan yang menggabungkan umur reksadana sebagai moderasi dalam model penelitian kinerja reksadana. Hal ini menjadikan penelitian ini penting untuk memberikan pemahaman yang lebih komprehensif mengenai bagaimana faktor internal dan umur reksadana berinteraksi dalam menentukan kinerja investasi reksa dana saham. Selain itu, penelitian ini membuka peluang penelitian baru (*novelty*) untuk menempatkan umur reksadana sebagai variabel moderasi, sehingga penelitian ini dirancang untuk menguji bagaimana peran umur reksadana dalam memperkuat atau melemahkan pengaruh *Expense Ratio*, *Return Historis*, AUM dan umur reksa dana terhadap kinerja reksa dana saham.

METODE PENELITIAN

Jenis penelitian ini adalah penelitian kuantitatif dengan pendekatan kausalitas. Penelitian kuantitatif merupakan suatu metode ilmiah yang menggunakan data numerik (angka atau bilangan) yang kemudian dapat diolah dan dianalisis dengan menggunakan perhitungan matematika atau statistika (Uma Sekaran & Roger J. Bougie, 2017). Pendekatan kuantitatif digunakan untuk meneliti populasi atau sampel, dengan menggunakan Teknik pengumpulan data yang terstruktur dan analisis yang digunakan menggunakan perhitungan statistic (Sugiyono, 2019). Dalam penelitian ini, pendekatan kausalitas digunakan karena peneliti meneliti pengaruh langsung dan tidak langsung dari variabel independen yang berupa Expense Ratio, Return historis, Asset Under Management, dan Umur reksa dana terhadap variabel dependen yakni Kinerja Reksa Dana Saham, serta menguji peran inflasi sebagai variabel moderasi. Dengan pendekatan kausalitas ini, penelitian bertujuan untuk menjelaskan hubungan sebab akibat yang logis dan terstruktur berdasarkan data empiris yang dikumpulkan.

HASIL DAN PEMBAHASAN

1. Pengaruh Return Historis Terhadap Kinerja Reksa Dana Saham

Hasil penelitian menunjukkan bahwa return historis berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja reksa dana saham yang diukur dengan menggunakan Jensen's Alpha. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi return historis, maka semakin tinggi pula kemampuan reksa dana saham dalam menghasilkan abnormal return setelah memperhitungkan resiko sistematis (beta). Dalam perspektif Modern Portfolio Theory (MPT), kinerja investasi ditentukan oleh kemampuan manajer investasi dalam menghasilkan return optimal pada tingkat resiko tertentu. Sehingga, return historis yang tinggi dapat menjadi sinyal yang efektif dalam pengelolaan portfolio

Dalam perspektif Signalling Theory, return historis berfungsi sebagai sinyal kualitas kinerja dan kompetensi manajer investasi dalam mengelola portfolio. Keahlian dalam

pengelolaan portfolio yang dapat meningkatkan kepercayaan investor terhadap prospek masa depan. Temuan ini didukung oleh penelitian (Rambe et al., 2023) yang menunjukkan bahwa tingkat pengembalian atau return berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja reksa dana. Selain itu performa historis merupakan salah satu determinan penting dalam menjelaskan kinerja reksa dana dan persistensi kinerja (Alvi & Rehan, 2020; Singh & Tandon, 2022).

2. Pengaruh Asset Under Management (AUM) Terhadap Kinerja Reksa Dana Saham

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa Asset Under Management (AUM) tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja reksa dana saham. Ukuran reksa dana, hanya mencerminkan kapasitas aset yang dikelola dan bukan efisiensi dalam menghasilkan return optimal pada tingkat resiko tertentu. AUM dapat memberikan manfaat melalui economies of scale dimana diversifikasi yang dilakukan dapat lebih luas, namun di saat yang sama dapat menimbulkan diseconomies of scale, karena keterbatasan fleksibilitas dan keterbatasan dalam pengelolaan portfolio (Singh & Tandon, 2022; Vidal-García & Vidal, 2024). Sehingga pengaruh AUM terhadap kinerja reksa dana menjadi tidak konsisten dan cenderung saling meniadakan, sehingga tidak memberikan kontribusi signifikan terhadap Jensen's Alpha sebagai ukuran kinerja berbasis resiko.

Dalam perspektif Signalling Theory, AUM diperspektifkan sebagai sinyal kepercayaan investor dan reputasi (Singh & Tandon, 2022). Namun, hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa sinyal dari AUM tidak cukup kuat untuk menjelaskan kinerja reksa dana secara langsung. AUM yang tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap kinerja reksa dana ini, sejalan dengan temuan yang dilakukan oleh Christiandi & Colline, 2021; Handyansyah et al., 2022.; Hertina et al., 2025 yang menyatakan bahwa ukuran reksa dana tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja. AUM bukan merupakan faktor dominan dalam meningkatkan kinerja, karena pengaruhnya dapat kalah oleh faktor lain seperti expense ratio, inflasi, suku bunga, serat kualitas pengelolaan portfolio (Singh & Tandon, 2022).

3. Pengaruh Expense Ratio Terhadap Kinerja Reksa Dana Saham

Hasil penelitian menunjukkan bahwa Expense Ratio tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja reksa dana saham. Secara teoritis, expense ratio berperan sebagai pengurang return, namun, dalam praktiknya pengaruh tersebut tidak signifikan dalam penelitian ini. Hasil penelitian ini selaras dengan (Wulandari & Sukoco, 2023; Yasyfa Audita et al., 2023) yang menemukan bahwa expense ratio tidak berpengaruh. Dalam penelitian empiris dijelaskan bahwa kinerja tidak secara otomatis naik atau turun hanya karena besar kecilnya biaya, namun lebih dikarenakan oleh kemampuan strategi seperti stock selection, dan market timing ability sehingga expense lebih dipandang bukan sebagai determinan langsung, namun konsekuensi dari strategi pengelolaan. Selain itu, variasi biaya antar produk relative kecil menyebabkan expense tidak cukup menjadi faktor pembeda berbasis resiko (Kaur, 2018; Yasyfa Audita et al., 2023).

Temuan ini mengindikasikan bahwa besarnya biaya pengelolaan tidak selalu menjadi faktor utama yang menentukan tinggi rendahnya kinerja reksa dana. Expense ratio lebih mencerminkan konsekuensi dari strategi dan aktivitas pengelolaan investasi yang dilakukan oleh manajer investasi, sedangkan kinerja yang diukur menggunakan Jensen's Alpha menitikberatkan pada kemampuan menghasilkan abnormal return setelah memperhitungkan risiko pasar. Temuan ini menegaskan bahwa biaya yang tinggi belum tentu menghasilkan kinerja yang buruk, begitu pula biaya yang rendah belum tentu mampu menghasilkan kinerja yang lebih baik.

4. Pengaruh Umur Reksa Dana Saham Terhadap Kinerja Reksa Dana Saham

Hasil penelitian menunjukkan bahwa umur reksa dana tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja reksa dana saham. Umur reksa dana memang dipersepsikan sebagai pengalaman dan learning effect, namun persepsi tersebut tidak secara otomatis menjamin kemampuan menghasilkan return berbasis resiko yang lebih tinggi. Kondisi ini dapat

disebabkan karena pasar yang dinamis sehingga menuntut strategi yang lebih adaptif sehingga lebih didasarkan pada kualitas keputusan portfolio (Latifah et al., 2026).

Temuan ini juga sejalan dengan (Christiandi & Colline, 2021b; Hertina et al., 2023.; Singh & Tandon, 2022) yang mendapatkan hasil bahwa umur reksa dana tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja reksa dana. Umur reksa dana tidak dapat dipandang sebagai prediktor yang kuat terhadap kinerja berbasis risiko, sehingga pengaruhnya cenderung lemah secara statistik. Investor juga tidak menjadikan usia dana sebagai pertimbangan utama, melainkan lebih menitikberatkan pada persistensi kinerja serta kemampuan manajer investasi dalam beradaptasi terhadap dinamika dan volatilitas pasar (Hada & Suri, 2020)

5. Umur Reksa Dana Saham Memoderasi Hubungan Pengaruh Return Historis Terhadap Kinerja Reksa Dana Saham

Hasil tabel 4.12 menunjukkan bahwa interaksi antara return historis dan umur reksa dana tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja reksa dana saham. Temuan ini mengindikasikan bahwa umur reksa dana tidak berperan sebagai variabel moderasi dalam hubungan antara return historis dan kinerja reksa dana saham, sehingga hipotesis yang diajukan ditolak. Hal ini menunjukkan bahwa meskipun return historis merupakan indikator penting dalam menjelaskan kinerja, keberadaan umur reksa dana tidak mampu memperkuat maupun memperlemah hubungan tersebut secara signifikan. Dalam perspektif Modern Portfolio Theory (MPT), kinerja reksa dana lebih ditentukan oleh kemampuan manajer investasi dalam mengelola portofolio secara efisien terhadap risiko, sehingga variabel seperti umur tidak secara langsung memengaruhi efektivitas return historis dalam menghasilkan kinerja berbasis Jensen's Alpha.

Dalam perspektif Signaling Theory, return historis merupakan sinyal utama yang digunakan investor untuk menilai kualitas kinerja reksa dana, sedangkan umur reksa dana hanya berperan sebagai informasi tambahan yang tidak secara langsung memengaruhi keputusan investasi. Ketika investor lebih berfokus pada performa aktual dibandingkan karakteristik seperti usia dana, maka umur reksa dana menjadi tidak cukup kuat untuk mengubah hubungan antara return historis dan kinerja. Temuan ini sejalan dengan penelitian Christiandi & Colline (2021) serta (Hertina et al., 2023.) yang menunjukkan bahwa umur reksa dana tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja, serta penelitian (Pant et al., 2022) yang menegaskan bahwa umur bukan faktor dominan dan pengaruhnya dapat dikalahkan oleh variabel lain. Selain itu, penelitian Choi & Zhao (2020) dan Kaur (2018) juga menunjukkan bahwa persistensi return historis tidak selalu stabil dalam jangka panjang, sehingga faktor seperti umur tidak cukup kuat untuk memperkuat hubungan tersebut. Sehingga, dapat disimpulkan bahwa umur reksa dana bukan merupakan variabel moderasi dalam hubungan antara return historis dan kinerja reksa dana saham

6. Umur Reksa Dana Saham Memoderasi Hubungan Pengaruh Asset Under Management (AUM) Terhadap Kinerja Reksa Dana Saham

Hasil pengujian menunjukkan bahwa interaksi antara Asset Under Management (AUM) dan umur reksa dana berpengaruh signifikan terhadap kinerja reksa dana saham pada tingkat signifikansi 10%. Temuan ini mengindikasikan bahwa umur reksa dana berperan sebagai variabel moderasi yang memperlemah pengaruh AUM terhadap kinerja, serta dapat dikategorikan sebagai pure moderator. Kategorial sebagai pure moderation ini ditegaskan melalui hasil pengujian parsial, dimana ketika AUM diuji secara parsial terhadap kinerja reksa dana mendapatkan hasil tidak berpengaruh, namun ketika ditambahkan variabel umur sebagai moderasi, AUM memiliki pengaruh negative terhadap kinerja reksa dana saham.

Dalam MPT Teori, AUM mencerminkan kapasitas dana yang dikelola, di mana secara teoritis peningkatan ukuran dana dapat memberikan manfaat berupa economies of scale seperti efisiensi biaya dan diversifikasi yang lebih luas. Seiring bertambahnya umur reksa dana, dana kelolaan umumnya juga meningkat karena akumulasi kepercayaan investor,

sehingga manajer investasi memiliki ruang yang lebih besar dalam mengatur strategi portofolio. Namun, berbagai studi empiris menunjukkan bahwa peningkatan AUM yang disertai dengan umur yang semakin matang justru dapat menimbulkan diseconomies of scale, seperti keterbatasan fleksibilitas, meningkatnya kompleksitas pengelolaan, serta market impact yang lebih besar dalam transaksi (Farid & Wahba, 2022; Pant et al., 2022)

Lebih lanjut, dalam perspektif Signaling Theory, AUM sering dipersepsikan sebagai sinyal kepercayaan investor, di mana semakin besar dana kelolaan mencerminkan reputasi dan kredibilitas manajer investasi. Namun, pada reksa dana yang lebih tua, sinyal tersebut tidak selalu diikuti oleh peningkatan kinerja karena adanya kecenderungan penurunan agresivitas strategi investasi. Temuan ini juga didukung oleh penelitian (Singh & Tandon, 2022) yang menunjukkan bahwa AUM tidak signifikan ketika kinerja diukur dengan pendekatan risk-adjusted. Sehingga, umur reksa dana terbukti berfungsi sebagai pure moderator yang memperlemah hubungan antara AUM dan kinerja, karena kombinasi antara akumulasi dana yang besar dan kematangan organisasi yang justru dapat menurunkan efektivitas strategi dalam menghasilkan kinerja optimal.

7. Umur Reksa Dana Saham Memoderasi Hubungan Pengaruh Expense Ratio Terhadap Kinerja Reksa Dana Saham

Hasil penelitian menunjukkan bahwa interaksi antara expense ratio dan umur reksa dana tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja reksa dana saham. Temuan ini mengindikasikan bahwa umur reksa dana tidak berperan sebagai variabel moderasi dalam hubungan antara expense ratio dan kinerja reksa dana saham. Hal ini mengindikasikan bahwa besar kecilnya biaya pengelolaan tidak secara langsung menentukan tingkat kinerja yang dihasilkan, melainkan lebih mencerminkan kebutuhan dana untuk mendukung strategi pengelolaan portofolio yang diterapkan oleh manajer investasi. (Martí-Ballester & Erden, 2025; Wulandari & Sukoco, 2023).

Umur reksa dana yang merepresentasikan pengalaman dan kematangan pengelolaan tidak secara otomatis meningkatkan efektivitas penggunaan biaya dalam menghasilkan kinerja berbasis risiko. Namun, hasil penelitian menunjukkan bahwa umur reksa dana tidak dapat memperkuat hubungan antara expense ratio terhadap kinerja reksa dana saham. Temuan ini mengindikasikan bahwa pengalaman yang tercermin melalui umur reksa dana tidak langsung dapat membuat biaya pengelolaan menjadi lebih efektif dalam menghasilkan abnormal return. Kinerja berbasis Jensen's Alpha lebih ditentukan oleh kualitas strategi investasi, kemampuan stock selection, market timing, dan efektivitas pengelolaan portofolio dibandingkan besarnya biaya yang dikeluarkan (Wulandari & Sukoco, 2023; Yasyfa Audita et al., 2023) maupun lamanya reksa dana beroperasi. Sehingga, meskipun reksa dana memiliki umur yang lebih panjang dan mengeluarkan biaya pengelolaan yang lebih besar, kondisi tersebut tidak menjamin peningkatan kinerja reksa dana saham.

SIMPULAN

Berdasarkan hasil pengujian terhadap seluruh rumusan masalah pada reksa dana saham periode 2019–2024, menunjukkan bahwa return historis berpengaruh positif terhadap kinerja reksa dana saham, yang mengindikasikan bahwa performa masa lalu menjadi indikator penting yang digunakan investor dalam menilai kemampuan manajer investasi dalam mengelola portofolio dan menghasilkan abnormal return. Sebaliknya, variabel Asset Under Management (AUM), expense ratio, dan umur reksa dana terbukti tidak berpengaruh secara langsung terhadap kinerja reksa dana saham. Ketidakberpengaruhan AUM menunjukkan bahwa besarnya dana kelolaan lebih merepresentasikan kapasitas modal dan tingkat kepercayaan investor dibandingkan kemampuan manajer investasi dalam menghasilkan abnormal return. Ketidakberpengaruhan expense ratio mengindikasikan bahwa biaya pengelolaan bukan merupakan determinan langsung kinerja, melainkan konsekuensi dari

strategi investasi yang diterapkan manajer investasi, sehingga kinerja lebih ditentukan oleh kualitas stock selection, market timing, dan strategi alokasi aset dibandingkan besarnya biaya yang dikeluarkan. Sementara itu, umur reksa dana yang dipandang sebagai indikator pengalaman dan learning effect juga tidak terbukti memengaruhi kinerja secara langsung, yang menunjukkan bahwa lamanya reksa dana beroperasi tidak menjamin kemampuan menghasilkan abnormal return yang lebih baik. Sehingga, berdasarkan hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel return historis merupakan variabel yang paling berpengaruh terhadap kinerja reksa dana saham sehingga rekam jejak kinerja masa lalu dapat menjadi pertimbangan utama bagi investor dalam mengevaluasi kualitas pengelolaan investasi dan prospek kinerja reksa dana saham.

Hasil analisis moderasi menunjukkan bahwa umur reksa dana mampu memperlemah hubungan Asset Under Management (AUM) terhadap kinerja reksa dana saham pada tingkat signifikansi 10%. Temuan ini mengindikasikan adanya fenomena diseconomies of scale, dimana semakin lama umur reksa dana cenderung meningkatkan reputasi dan kepercayaan investor sehingga jumlah dana kelolaan (AUM) menjadi semakin besar. Namun, peningkatan dana kelolaan tersebut tidak selalu diikuti oleh peningkatan kinerja karena manajer investasi menghadapi keterbatasan dalam mengalokasikan dana secara efisien. Selain itu, reksa dana yang telah beroperasi lebih lama umumnya cenderung menerapkan strategi investasi yang lebih konservatif untuk menjaga stabilitas kinerja dan mempertahankan kepercayaan investor, sehingga potensi untuk menghasilkan kinerja yang lebih tinggi menjadi lebih terbatas. Di sisi lain, umur reksa dana tidak mampu memoderasi pengaruh return historis maupun expense ratio terhadap kinerja reksa dana saham. Temuan ini menunjukkan bahwa pengalaman yang tercermin dari lamanya reksa dana beroperasi tidak secara otomatis memperkuat hubungan antara performa masa lalu maupun biaya pengelolaan terhadap kinerja reksa dana. Return historis tetap lebih dipengaruhi oleh kemampuan manajer investasi dalam menghasilkan abnormal return secara konsisten, sedangkan expense ratio lebih merupakan konsekuensi dari strategi pengelolaan investasi daripada faktor yang secara langsung menentukan kinerja. Sehingga, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa umur reksa dana hanya berperan sebagai pure moderator pada hubungan AUM terhadap kinerja, namun tidak memiliki peran moderasi yang signifikan pada hubungan return historis dan expense ratio terhadap kinerja reksa dana saham.

Implikasi Teoritis

Dalam penelitian ini memberikan implikasi teoritis terhadap beberapa teori yang digunakan sebagai landasan penelitian. Pertama, hasil penelitian yang menunjukkan bahwa return historis berpengaruh positif terhadap kinerja reksa dana saham dan umur reksa dana dapat memperlemah hubungan AUM terhadap kinerja reksa dana saham. Hasil penelitian mendukung Signalling Theory, yang menjelaskan bahwa return historis merupakan sinyal dari kualitas pengelolaan investasi sehingga merupakan informasi penting bagi investor dalam menilai kemampuan manajer investasi dalam menghasilkan abnormal return. Selanjutnya, hasil penelitian juga sejalan dengan Modern Portfolio Theory (MPT) yang menekankan konsep diversifikasi atau pengelolaan manajer investasi dalam menghasilkan abnormal return. Hasil penelitian menunjukkan bahwa umur reksa dana dapat memperlemah hubungan AUM terhadap kinerja reksa dana, hal ini menunjukkan bahwa manfaat skala dana dan diversifikasi memiliki batas optimal karena adanya diseconomies of scale, sehingga semakin matang umur reksa dana tidak selalu diikuti dengan peningkatan kemampuan menghasilkan abnormal return.

Implikasi teoritis yang lain dalam penelitian ini mengarah pada dukungan Efficient Market Hypothesis (EMH) yang ditunjukkan dari hasil penelitian tidak signifikannya pengaruh AUM, expense ratio dan umur reksa dana serta tidak signifikannya peran moderasi umur reksa dana pada hubungan return historis dan expense ratio terhadap kinerja reksa dana

saham. Kondisi tersebut mengindikasikan bahwa dalam pasar yang relatif efisien, informasi mengenai ukuran dana kelolaan, biaya pengelolaan, maupun karakteristik umur reksa dana telah tercermin dalam harga aset sehingga tidak lagi mampu menjadi sumber keunggulan kompetitif dalam menghasilkan abnormal return. Dengan menggunakan Jensen's Alpha sebagai ukuran kinerja, penelitian ini menunjukkan bahwa kemampuan memperoleh abnormal return lebih ditentukan oleh kualitas keputusan investasi yang bersifat aktif dan sulit diprediksi dibandingkan oleh karakteristik operasional reksa dana. Sehingga, berdasarkan temuan hasil penelitian ini memperkuat dukungan empiris terhadap Efficient Market Hypothesis (EMH) bahwa dalam pasar yang relative efisien, informasi mengenai karakteristik operasional reksa dana saham telah tercermin dalam harga aset sehingga secara tidak konsisten mempengaruhi kemampuan reksa dana menghasilkan abnormal return sesuai dengan dasar pengukuran Jensen's Alpha.

Implikasi Manajerial

Hasil penelitian menunjukkan bahwa manajer investasi diharapkan dapat menjaga konsistensi performa masa lalu, karena persistensi return merupakan faktor penting dalam membangun kepercayaan investor terhadap kemampuan pengelolaan portofolio manajer investasi. Sehingga, manajer investasi perlu menjaga stabilitas dan konsistensi return melalui pengelolaan portofolio yang optimal, strategi investasi yang adaptif, stock selectio dan market timing agar dapat menghasilkan kinerja berbasis resiko yang berkelanjutan.

Selain itu, berdasarkan hasil penelitian menunjukkan bahwa manajer investasi tidak hanya focus pada peningkatan jumlah AUM, namun juga memperhatikan efektivitas pengelolaan portofolio agra peningkatan AUM tetap sejalan dengan peningkatan kinerja reksa dana saham. Besarnya dana kelolaan yang disertai dengan umur reksa dana yang semakin panjang berpotensi menimbulkan diseconomies of scale, seperti menurunnya fleksibilitas dalam pengambilan keputusan investasi dan meningkatnya kompleksitas pengelolaan portofolio. Oleh karena itu, manajer investasi perlu menjaga keseimbangan antara pertumbuhan dana kelolaan dengan kapasitas pengelolaan investasi yang dimiliki

Keterbatasan Penelitian

1. Penelitian ini memiliki keterbatasan pada hasil uji normalitas residual yang belum memenuhi asumsi normalitas. Peneliti telah melakukan berbagai upaya untuk mengatasi permasalahan tersebut, antara lain melalui diferensiasi tingkat pertama, diferensiasi tingkat kedua, serta penghapusan data outlier. Namun, residual tetap belum memenuhi asumsi normalitas..
2. Variabel independen seperti Asset Under Management (AUM), Expense Ratio dan Umur Reksa Dana yang belum mampu memberikan pengaruh signifikan terhadap kinerja reksa dana saham. Sehingga menunjukkan masih terdapat faktor-faktor lain yang berpotensi lebih besar dalam menjelaskan variasi kinerja reksa dana saham.
3. Keterbatasan penelitian ini adalah masih terdapat beberapa hipotesis yang tidak didukung secara empiris, yaitu pengaruh Asset Under Management (AUM), expense ratio, serta moderasi umur reksa dana pada beberapa hubungan yang tidak menunjukkan signifikansi statistik. Kondisi tersebut mengindikasikan bahwa faktor-faktor internal reksa dana yang secara teoritis dijelaskan dalam Modern Portfolio Theory (MPT) dan Signalling Theory belum sepenuhnya mampu menjelaskan variasi kinerja reksa dana saham pada periode penelitian. Namun, temuan ini dapat dijelaskan melalui perspektif Efficient Market Hypothesis (EMH), yang menyatakan bahwa informasi yang tersedia di pasar telah tercermin dalam harga aset, sehingga informasi internal seperti ukuran dana, biaya pengelolaan, maupun umur reksa dana tidak selalu mampu menghasilkan keunggulan kinerja secara konsisten. Sehingga, masih terdapat faktor-faktor lain di luar model penelitian yang berpotensi memengaruhi kinerja reksa dana saham.

Agenda Penelitian Yang Akan Datang

1. Penelitian selanjutnya disarankan untuk mengembangkan model penelitian dengan menambahkan variabel-variabel yang lebih mencerminkan kondisi pasar maupun kemampuan manajer investasi, seperti market timing ability, stock selection ability, risiko pasar, suku bunga, inflasi, dan faktor makroekonomi lainnya. Pengembangan tersebut diharapkan dapat memberikan penjelasan yang lebih komprehensif terhadap kinerja reksa dana saham, mengingat hasil penelitian ini menunjukkan bahwa beberapa variabel internal belum mampu menjelaskan kinerja secara signifikan, sebagaimana yang dapat dijelaskan melalui perspektif Efficient Market Hypothesis (EMH). Selain itu, penelitian berikutnya dapat memperluas objek penelitian pada berbagai jenis reksa dana serta menggunakan pendekatan analisis yang berbeda untuk memperoleh hasil yang lebih robust.

DAFTAR PUSTAKA

- Adira, L., Halim, R., Stanley, V., Sitompul, M. M., Indonesia, P., & Id, M. M. C. (2022). Analysis Of The Effect Of Expense Ratio, Asset Under Management, And Past Performance On Stock Fund Return 2017-2021 Analisis Pengaruh Expense Ratio, Asset Under Management, Dan Past Performance Terhadap Return Reksadana Saham Tahun. In *Management Studies and Entrepreneurship Journal* (Vol. 3, Number 4). <http://journal.yrpiiku.com/index.php/msej>
- Al Shaekh, A., Rabby, M., & Hossain, S. A. (2024). Impact of Fund Size on Performance and Risk of Closed-End Mutual Funds: An Empirical Analysis in the Context of Bangladesh. <https://doi.org/rhttp://dx.doi.org/10.2139>
- Alvi, J., & Rehan, M. (2020). Factors affecting mutual fund performance in Pakistan. *Global Journal of Business, Economics and Management: Current Issues*, 10(2), 124–143. <https://doi.org/10.18844/gjbem.v10i2.4907>
- Arlians Rolank Habba Lagu. (2020). Lagu, 2020. 3, 109–124. <https://doi.org/doi.org/10.24246/persi.vXiX.p109-124>
- Azis, M., Santhy, N., & Sadaruddin, P. A. (2022). Pengaruh Portfolio Turnover dan Stock Selection Skill Terhadap Kinerja Reksa dana Campuran di Indonesia. In *Jurnal Manajemen Sains dan Organisasi* (Vol. 3, Number 3). <https://doi.org/10.52300/jmso.v3i3.8232>
- Carlsson, S., Eikner, E., & Olsson, R. (2020). Mutual Fund Performance An analysis of determinants of risk-adjusted performance for mutual equity funds available for Swedish investors.
- Choi, J. J., & Zhao, K. (2020). Did Mutual Fund Return Persistence Persist? <http://www.nber.org/papers/w26707>
- Christiandi, S., & Colline, F. (2021). Pengaruh Inflasi, Ukuran dan Umur Tehradap Kinerja Reksa Dana Sahm di Indonesia. *Jurnal Administrasi Bisnis*, 17(2), 194–205. <https://doi.org/10.26593/jab.v17i2.5165.194-205>
- D. A., A., & A., A. (2024). The Persistence of Equity Mutual Fund Performance: Further Evidence from an Emerging Economy. *African Journal of Accounting and Financial Research*, 7(2), 246–259. <https://doi.org/10.52589/ajaf-r-qwwnfphd>
- Elton, E. J., & Gruber, M. J. (1997). Modern portfolio theory, 1950 to date. [https://doi.org/doi.org/10.1016/S0378-4266\(97\)00048-4](https://doi.org/doi.org/10.1016/S0378-4266(97)00048-4)
- Farid, S., & Wahba, H. (2022a). The effect of fund size on mutual funds performance in Egypt. *Future Business Journal*, 8(1). <https://doi.org/10.1186/s43093-022-00135-7>
- Galloppo, G., Guida, R., & Paimanova, V. (2024). Title Mutual Fund Flows and Return Dynamics: Investor preferences and performance persistence. <https://doi.org/doi.org/10.1016/j.ribaf.2024.102485>
- Hada, B., & Suri, A. K. (2020). The Effect of Fund Age on the Performance of Equity Mutual Fund Schemes in India. In *International Journal of Innovation, Creativity and Change*. www.ijicc.net (Vol. 13, Number 1). www.ijicc.net
- Handyansyah, N., Nansih Widhiastuti, R., Manajemen, P., Ekonomi, F., dan Humaniora, B., & Trilogi, U. (2025). Analisis Kinerja Reksadana Saham di Bareksa. *Jurnal Akuntansi Keuangan Dan Perbankan*, 06, 125–134.

- Hertina, D., Bilal, M., & Wiranda, A. A. (n.d.). The Effect Of Mutual Fund Age And Mutual Fund Size On The Performance Of Equity Mutual Funds In 2015-2019.
- Imam Ghozali. (2017). Analisis Multivariate dan Ekonometrika:Teori, Konsep dan Aplikasi dengan menggunakan EViews 10 (2nd ed.). Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Jensen, M. C. (1967). The Performance Of Mutual Funds In The Period 1945-1964. In *Journal of Finance* (Vol. 23, Number 2). <http://papers.ssrn.com/abstract=244153>.
- Kaur, I. (2018). Effect of mutual funds characteristics on their performance and trading strategy: A dynamic panel approach. *Cogent Economics and Finance*, 6(1), 1–17. <https://doi.org/10.1080/23322039.2018.1493019>
- Kertiani, P. T., & Masdiantini, P. R. (2022). Analisis Kinerja Reksa Dana Saham Konvensional Dengan Metode Jensen's Alpha, Sortino dan Snail Trail Periode 2017-2021. *Jurnal Riset Akuntansi*, 10, 149–159. <https://doi.org/10.23887/vjra.v10i02.51367>
- Lagu, A. R. H. (2020). Expense Ratio, Portfolio Turnover dan Return Reksada Dana Saham. *Perspektif Akuntansi*, 3, 109–124. <https://doi.org/https://doi.org/10.24246/persi.v3i2.p109-124>
- Latifah, H. P., Hariyanto, E., Rachmawati, E., & Cinintya Pratama, B. (2026). Investment Manager's Ability and Characteristics of Mutual Funds as Determinants of Sharia Stock Mutual Fund Performance in Indonesia. *Eduvest-Journal of Universal Studies*, 6(1). <http://eduvest.greenvest.co.id>
- Livingston, M., Yao, P., & Zhou, L. (2019). The volatility of mutual fund performance. *Journal of Economics and Business*, 104. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2019.02.001>
- Mairafi, S. L., Mahmud, M. K., & Adamu, A. S. (2025). Evaluating the Impact of Collective Investment Scheme Expenses and Age on Investment Performance of Selected Fund Managers in Nigeria. *Management, and Social Sciences*, 6(1), 1–10. <https://doi.org/10.53790/ajmss.v6i1.110>
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. In *The Journal of Finance* (Vol. 7, Number 1).
- Martí-Ballester, C. P., & Erden, B. (2025). Fund performance—flow relationship for microfinance mutual funds. *Quantitative Finance and Economics*, 9(3), 573–601. <https://doi.org/10.3934/QFE.2025020>
- Masnito, R., Asmoro, S., & Syaichu, M. (2022). Analisis Pengaruh Umur Reksa Dana, Tingkat Risiko, Expense Ratio, Turnover Ratio, dan Market Timing Ability Terhadap Kinerja Reksa Dana Saham Syariah Periode 2016-0. *DIPONEGORO JOURNAL OF MANAGEMENT*, 11(1). <https://ejournal3.undip.ac.id/index.php/djom/index>
- Nurazizah, R., & Devy, T. (2024). Analisis Pengaruh Expense Ratio dan Turnover Ratio Terhadap Kinejra Reksadana Saham (Studi Kasus pada Reksadana Saham Syariah di Otoritas Jasa Keuangan Periode 2018-2023). *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis*, 2(11), 1937–1954.
- Pant, R., Ghimire, B., & Dahal, R. K. (2022). Determinants of Mutual Fund Performance in Nepal. *Nepal Journal of Multidisciplinary Research*, 5(5), 1–16. <https://doi.org/10.3126/njmr.v5i5.51798>
- Pranadipta, R., & Natsir, K. (2023). FInancial, Non-Financial, and Macro-Economic Factors That Affect The First Day Profit Rate When Conducting Initial Public Offering. *International Journal of Application on Economics and Business (IJAEB)*, 1(2), 2987–1972. <https://doi.org/10.24912/ijaeb.v1.i2.276-289>
- Rambe, R. M. A., Ahmar Nurmalia, & Sailendra. (2023). Dampak Rate of Return, Investor Trust, Fund Longevity Terhadap Kinerja Reksa Dana dengan Moderasi Asset Under Managemenet. *Jurnal Ilmiah Manajemen Bisnis Dan Inovasi Samratulangi*, 10, 1868–1881. <https://doi.org/10.35794/jmbi.v10i3.51113>
- Salihu Mairafi, L., Mairafi, S. L., Mahmud, M. K., & Adamu, A. S. (2024). Assessing the impact of Risk Levels and fund size on Collective Investment Performance of Selected Fund Managers in Nigeria. *Management, and Social Sciences*, 5(4), 33–43. <https://doi.org/10.53790/ajmss.v5i4.109>
- Sha, Y., & Yi, J. (2024). CHEAPER IS BETTER? EVIDENCE FROM CHINA FUND EXPENSE AND PERFORMANCE. *Buletin Ekonomi Moneter Dan Perbankan/Monetary and Banking Economics Bulletin*, 27(4), 697–720. <https://doi.org/10.59091/2460-9196.2415>

- Singh, A. B., & Tandon, P. (2022). Association between fund attributes and fund's performance: a panel data approach. *Benchmarking*, 29(1), 285–304. <https://doi.org/10.1108/BIJ-10-2020-0545>
- Uma Sekaran, & Roger J. Bougie. (2017). *Research Methods for Business* (6th ed., Vol. 2). John Wiley & Sons, Limited, 2017.
- Verdiyanto, R. N., Sudrajad, O. Y., & Meyriska, F. (2020a). An Empirical Implementation of Markowitz Modern Portfolio Theory on Indonesia Sharia Equity Fund: A Case of Bahana Icon Syariah Mutual Fund. *Journal of Accounting and Finance in Emerging Economies*, 6(4). www.publishing.globalcsrc.org/jafee
- Vidal, M., & Vidal-García, J. (2025). Benchmark versus Index in Mutual Fund Performance Evaluation.
- Vidal-García, J., & Vidal, M. (2024). Short-Term Performance and Mutual Fund Size.
- Wulandari, L., & Sukoco, Y. D. (2023). Pengaruh Expense Ratio, Portofolio Turnover, Fund Flow, dan Fund Size terhadap Kinerja Reksa Dana Saham di Indonesia Tahun 2020-2021. *Jurnal E-Bis*, 7(1), 341–353. <https://doi.org/10.37339/e-bis.v7i1.1172>
- Yasyfa Audita, A., Iskandar, R., & Aziz, M. (2023). The Effect of Expense Ratio, Fund Size and Fund Age on Performance of ETF Mutual Funds with Interest Rate as a Moderating Variable. *Jurnal Ilmiah Akuntansi Dan Keuangan*, 6(1), 2023. www.idx.co.id;
- Zuhra, D. I., Matyani, M., & Sofyaun, A. (2025). Optimal Portfolio Analysis Using The Markowitz Model. *Riwayat: Educational Journal of History and Humanities*, 8(2), 1687–1694. <https://doi.org/10.24815/jr.v8i2.45945>