

**DETERMINAN KINERJA INVESTASI DANA HAJI DI
INDONESIA: STUDI EMPIRIS PADA BADAN PENGELOLA
KEUANGAN HAJI (BPKH) PERIODE 2018–2024**



**DIAJUKAN KEPADA FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS ISLAM
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI SUNAN KALIJAGA YOGYAKARTA
SEBAGAI SALAH SATU SYARAT MEMPEROLEH GELAR SARJANA
EKONOMI**

OLEH:
Novi Tsania Fitriana
NIM. 22108030046

**PROGRAM STUDI MANAJEMEN KEUANGAN SYARIAH
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS ISLAM
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI SUNAN KALIJAGA YOGYAKARTA**

2026

**DETERMINAN KINERJA INVESTASI DANA HAJI DI
INDONESIA: STUDI EMPIRIS PADA BADAN PENGELOLA
KEUANGAN HAJI (BPKH) PERIODE 2018–2024**



**DIAJUKAN KEPADA FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS ISLAM
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI SUNAN KALIJAGA YOGYAKARTA
SEBAGAI SALAH SATU SYARAT MEMPEROLEH GELAR SARJANA
EKONOMI**

OLEH:

Novi Tsania Fitriana
NIM. 22108030046

DOSEN PEMBIMBING:

Dr. Mukhamad Yazid Afandi, M.Ag
NIP. 19720913 200312 1 00 1

**PROGRAM STUDI MANAJEMEN KEUANGAN SYARIAH
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS ISLAM
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI SUNAN KALIJAGA YOGYAKARTA**

2026

HALAMAN PENGESAHAN



KEMENTERIAN AGAMA
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI SUNAN KALIJAGA
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS ISLAM

Jl. Marsda Adisucipto Telp. (0274) 550821, 512474 Fax. (0274) 586117 Yogyakarta 55281

PENGESAHAN TUGAS AKHIR

Nomor : B-982/Un.02/DEB/PP.00.9/08/2026

Tugas Akhir dengan judul : DETERMINAN KINERJA INVESTASI DANA HAJI DI INDONESIA: STUDI EMPIRIS PADA BADAN PENGELOLA KEUANGAN HAJI (BPKH) PERIODE 2018-2024

yang dipersiapkan dan disusun oleh:

Nama : NOVI TSANIA FITRIANA
Nomor Induk Mahasiswa : 22108030046
Telah diujikan pada : Kamis, 23 Juli 2026
Nilai ujian Tugas Akhir : A/B

dinyatakan telah diterima oleh Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta

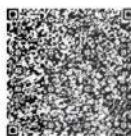
TIM UJIAN TUGAS AKHIR



Ketua Sidang

Dr. Mukhamad Yazid Afandi, M.Ag.
SIGNED

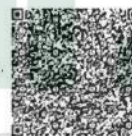
Valid ID: 6a79583d01e01



Penguji I

Prof. Dr. H. Syafiq Mahmudah Hanafi, M.Ag.
SIGNED

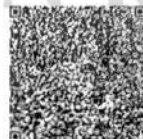
Valid ID: 6a79c0a990598



Penguji II

Agus Faisal, S.E.I., M.E.I.
SIGNED

Valid ID: 6a792218a7772



Yogyakarta, 23 Juli 2026

UIN Sunan Kalijaga
Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam

Prof. Dr. Misnen Ardiansyah, S.E., M.Si., Ak., CA., ACPA.
SIGNED

Valid ID: 6a7980b19e32e

HALAMAN PERSETUJUAN SKRIPSI

Hal: Skripsi Novi Tsania Fitriana

Kepada

Yth. Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam

UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta

Di Yogyakarta

Assalamu 'alaikum Warahmatullah Wabarakatuh

Setelah membaca, meneliti, memberikan petunjuk dan mengoreksi serta mengadakan perbaikan seperlunya, maka saya selaku pembimbing berpendapat bahwa Skripsi Saudari:

Nama : Novi Tsania Fitriana
NIM : 22108030046
Judul Skripsi : Determinan Kinerja Investasi Dana Haji di Indonesia:
Studi Empiris pada Badan Pengelola Keuangan Haji
(BPKH) Periode 2018 - 2024

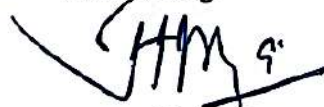
Sudah dapat diajukan kepada Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam Program Studi Manajemen Keuangan Syariah UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Sarjana Strata Satu dalam Ilmu Ekonomi Islam.

Dengan ini kami mengharapkan agar skripsi di atas dapat segera dimunaqosyahkan. Atas perhatiannya saya ucapkan terima kasih.

Wassalamu 'alaikum Warahmatullah Wabarakatuh

Yogyakarta, 30 Juni 2026

Pembimbing



Dr. Mukhamad Yazid Afandi, M.Ag

NIP : 19720913 200312 1 00 1

SURAT PERNYATAAN KEASLIAN

Yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Novi Tsania Fitriana
NIM : 22108030046
Program Studi : Manajemen Keuangan Syariah
Fakultas : Ekonomi dan Bisnis Islam

Menyatakan bahwa skripsi yang berjudul: **“Determinan Kinerja Investasi Dana Haji di Indonesia: Studi Empiris pada Badan Pengelola Keuangan Haji (BPKH) Periode 2018 - 2024”** adalah benar-benar merupakan hasil karya penyusunan sendiri, bukan duplikasi atau saduran dari karya orang lain kecuali pada bagian yang telah dirujuk dan disebut dalam *body note* dan daftar pustaka. Apabila di lain waktu terbukti adanya penyimpangan dalam karya ini, maka tanggung jawab sepenuhnya ada pada penyusun.

Demikian surat pernyataan ini saya buat agar dapat dimaklumi.

Yogyakarta, 30 Juni 2026

Penulis



Novi Tsania Fitriana

**HALAMAN PERSETUJUAN PUBLIKASI UNTUK KEPENTINGAN
AKADEMIK**

Sebagai civitas akademika UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta, Saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Novi Tsania Fitriana
NIM : 22108030046
Jurusan/Program Studi : Manajemen Keuangan Syariah
Fakultas : Ekonomi dan Bisnis Islam
Jenis Karya : Skripsi

Demi perkembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan kepada UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta Hak Bebas Royalti Non Eklusif (*non-exclusive free right*) atas karya saya yang berjudul:

“Determinan Kinerja Investasi Dana Haji di Indonesia: Studi Empiris pada Badan Pengelola Keuangan Haji (BPKH) Periode 2018 - 2024”

Beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Non-Eksklusif ini, UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta berhak menyimpan, mengalihmedia/formatkan, mengelola, dalam bentuk pangkalan data (*database*), merawat, dan memublikasikan tugas akhir saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik hak cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Yogyakarta, 30 Juni 2026
Penulis



Novi Tsania Fitriana
22108030046

HALAMAN PERNYATAAN BERJILBAB

Saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Novi Tsania Fitriana
NIM : 22108030046
Jurusan/Program Studi : Manajemen Keuangan Syariah
Fakultas : Ekonomi dan Bisnis Islam

Menyatakan bahwa saya menyerahkan diri dengan mengenakan jilbab untuk dipasang pada ijazah saya. Atas segala konsekuensi yang timbul di kemudian hari sehubungan dengan pemasangan pasfoto berjilbab pada ijazah saya tersebut adalah menjadi tanggung jawab saya sepenuhnya.

Demikian surat pernyataan ini saya buat sebenar-benarnya dan penuh dengan kesadaran untuk dipergunakan sebagaimana mestinya.

Yogyakarta, 30 Juni 2026

Penulis



Novi Tsania Fitriana

22108030046

HALAMAN MOTTO

*“Tidak ada kekayaan yang lebih penting dari akal.
Tidak ada situasi yang lebih menyedihkan dari kebodohan.
Dan tidak ada warisan yang lebih baik dari pendidikan”*

-Sayyidina Ali bin Abi Thalib Ra.



HALAMAN PERSEMBAHAN

Bismillahirrahmanirrahim

Puji syukur kehadiran Allah SWT. Atas segala limpahan rahmat dan karunia-Nya.

Shalawat serta salam semoga senantiasa tercurahkan kepada Baginda Nabi Muhammad SAW. Alhamdulillah, skripsi ini akhirnya dapat diselesaikan dengan baik. Karya ini penulis persembahkan untuk:

Kedua orang tua tercinta, Ayah dan Mamah yang telah mendidik, membimbing, serta mencurahkan kasih sayang dengan penuh keikhlasan, kesabaran, bahkan rela mengesampingkan kebahagiaan pribadi demi mendukung penulis meraih gelar sarjana pertama di keluarga.



STATE ISLAMIC UNIVERSITY
SUNAN KALIJAGA
YOGYAKARTA

PEDOMAN TRANSLITERASI ARAB LATIN

Transliterasi kata-kata arab yang dipakai dalam penyusunan skripsi ini berpedoman pada Surat Keputusan Bersama Menteri Agama dan Menteri Pendidikan dan Kebudayaan Republik Indonesia Nomor: 158/1987 dan 0543b/U/1987.

A. Konsonan Tunggal

Huruf Arab	Nama	Huruf Latin	Keterangan
أ	Alif	Tidak dilambangkan	Tidak dilambangkan
ب	Bā'	b	be
ت	Tā'	t	te
ث	Šā'	š	es (dengan titik di atas)
ج	Jīm	j	je
ح	Ḥā'	ḥ	ha (dengan titik di bawah)
خ	Khā'	kh	ka dan ha
د	Dāl	d	de
ذ	Žal	ž	zet (dengan titik di atas)
ر	Rā'	r	er
ز	Zāi	z	zet
س	Sīn	s	es
ش	Syīn	sy	es dan ye
ص	Šād	š	es (dengan titik di bawah)
ض	Ḍād	ḍ	de (dengan titik di bawah)
ط	Ṭā'	ṭ	te (dengan titik di bawah)

ظ	Zā'	z	zet (dengan titik di bawah)
ع	'Ain	'	koma terbalik (di atas)
غ	Gain	g	ge
ف	Fā'	f	ef
ق	Qāf	q	qi
ك	Kāf	k	ka
ل	Lām	l	el
م	Mīm	m	em
ن	Nūn	n	en
و	Wāwu	w	w
ه	Hā'	h	ha
ء	Hamzah	,	apostrof
ي	Yā'	Y	ye

B. Konsonan Rangkap karena Syaddah Ditulis Rangkap

مُتَعَدِّدَة	Ditulis	<i>Muta'addiah</i>
عَدَّة	Ditulis	<i>'iddah</i>

C. Konsonan Tunggal

Setiap **tā' marbūṭah** ditransliterasikan sebagai "h," baik ketika berada di akhir kata tunggal maupun di tengah gabungan kata (seperti pada kata yang disambung dengan kata sandang "al"). Aturan ini tidak berlaku untuk kata-kata Arab yang sudah menjadi bagian dari bahasa Indonesia, seperti shalat, zakat, dan sebagainya, kecuali diperlukan bentuk aslinya.

حكمة	Ditulis	<i>Ḥikmah</i>
علة	Ditulis	<i>‘illah</i>
كرامة الأولياء	Ditulis	<i>karamāh al-auliya’</i>

D. Vokal Pendek dan Penerapannya

Semua *tā’ marbūṭah* ditulis dengan *h*, baik berada pada akhir kata tunggal ataupun berada di tengah penggabungan kata (kata yang diikuti oleh kata sandang “*al*”). Ketentuan ini tidak diperlukan bagi kata-kata Arab yang sudah terserap dalam bahasa Indonesia, seperti *shalat*, *zakat*, dan sebagainya kecuali dikehendaki kata aslinya.

---	Fathah	ditulis	<i>A</i>
---	Kasrah	ditulis	<i>i</i>
---	Ḍammah	ditulis	<i>u</i>

فعل	Fathah	ditulis	<i>fa’ala</i>
ذكر	Kasrah	ditulis	<i>ḡukira</i>
يذهب	Ḍammah	ditulis	<i>yazhabu</i>

E. Vokal Panjang

1. Fathah + alif	ditulis	<i>Ā</i>
جاهلية		<i>jāhiliyyah</i>
2. Fathah + yā’ mati	ditulis	<i>ā</i>
تانس		<i>tansā</i>
3. Kasrah + yā’ mati	ditulis	<i>ī</i>
كريم		<i>karīm</i>

4. Ḍammah + wāwu mati فُرُوضٌ	ditulis	<i>ū</i> <i>furūd</i>
----------------------------------	---------	--------------------------

F. Vokal Rangkap

1. Fathah + yā' mati بَيْنَكُمْ	Ditulis	<i>Ai</i>
	Ditulis	<i>bainakum</i>
2. Fathah + wāwu mati قَوْلٌ	Ditulis	<i>au</i>
	Ditulis	<i>qaul</i>

G. Vokal Pendek yang Berurutan dalam Satu Kata Dipisahkan dengan Apostrof

أَنْتُمْ	Ditulis	<i>a'antum</i>
أَعَدْتُ	Ditulis	<i>u'iddat</i>
لَنْ شَكَرْتُمْ	Ditulis	<i>la'in syakartum</i>

H. Kata Sandang Alif + Lam

1. Bila diikuti huruf *Qamariyyah* maka ditulis dengan menggunakan huruf awal “al”

الْقُرْآنُ	Ditulis	<i>al-Qur'ān</i>
الْقِيَاسُ	Ditulis	<i>al-Qiyās</i>

2. Bila diikuti huruf *Syamsiyyah* ditulis dengan huruf pertama *Syamsiyyah* tersebut

السَّمَاءُ	Ditulis	<i>as-Samā'</i>
الشَّمْسُ	Ditulis	<i>asy-Syams</i>

I. Penulisan Kata-kata dalam Rangkaian Kalimat

Ditulis menurut penulisannya

ذو الفروض	Ditulis	<i>ẓawī al-furūd</i>
أهل السنة	Ditulis	<i>ahl as-sunnah</i>



KATA PENGANTAR

Dengan menyebut nama Allah yang Maha Pengasih lagi Maha Penyayang, puji syukur kehadiran Allah SWT. Atas segala rahmat dan hidayah-Nya, sehingga skripsi yang berjudul **“Determinan Kinerja Investasi Dana Haji di Indonesia: Studi Empiris pada Badan Pengelola Keuangan Haji (BPKH) Periode 2018 – 2024”** dapat diselesaikan dengan baik. Sholawat serta salam semoga tetap tercurahkan kepada junjungan kita Nabi Muhammad SAW, Keluarga dan Sahabatnya.

Penyusunan skripsi ini dilakukan sebagai salah satu persyaratan untuk memperoleh gelar Strata Satu (S1) pada Program Studi Manajemen Keuangan Syariah di UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta. Selama proses penyusunan, penulis menyadari bahwa karya ini tidak terlepas dari bantuan, bimbingan, dukungan, serta doa dari berbagai pihak yang tidak dapat disebutkan satu per satu. Oleh karena itu, penulis menyampaikan penghargaan dan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada:

1. Bapak Prof. Noorhaidi Hasan, S.Ag., M.A., M.Phil., Ph.D., selaku Rektor UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta.
2. Bapak Prof. Dr. Misnen Ardiansyah, S.E., M.Si., Ak., CA., ACPA., selaku Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta.
3. Bapak Dr. Darmawan, S.Pd., M.A.B., selaku Ketua Program Studi Manajemen Keuangan Syariah yang telah membantu dan membimbing penulis selama menjalani masa studi.
4. Ibu Hilmi Baroroh, S.E.I., M.E.K., selaku Dosen pembimbing Akademik (DPA) yang telah memberikan arahan dan bimbingan kepada penulis selama menjalani masa studi.
5. Bapak Dr. Mukhamad Yazid Afandi, M.Ag., selaku Dosen Pembimbing Skripsi (DPS) yang telah memberikan bimbingan selama proses penyusunan skripsi.
6. Seluruh dosen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam yang telah memberikan ilmu pengetahuan dan wawasan selama masa perkuliahan.

7. Seluruh pegawai dan staf tata usaha Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam yang telah membantu kelancaran proses administrasi selama penulis menempuh pendidikan.
8. Teristimewa untuk Ayah dan Mamah, terima kasih atas segala cinta, doa, dukungan, dan pengorbanan yang tidak akan pernah bisa terbalaskan. Terima kasih telah mengantarkan penulis hingga berada di titik ini, menyelesaikan pendidikan dan meraih gelar sarjana sebagai yang pertama di keluarga. Setiap langkah, perjuangan, dan pencapaian ini adalah hasil dari kerja keras serta doa yang selalu Ayah dan Mamah panjatkan. Semoga pencapaian sederhana ini dapat menjadi salah satu kebahagiaan dan kebanggaan untuk Ayah dan Mamah.
9. Kepada Adek-adekku tercinta Salsa Syifa'ul Azizah dan Fathimatu Zahra, terimakasih sudah menjadi adik yang mendukung setiap langkah kakak, selalu menjadi tempat pulang untuk bercerita, berbagi tawa, dan mencari semangat di tengah lelahnya proses pendidikan ini. Dukungan, doa, dan perhatian kecil yang kalian berikan memiliki arti yang sangat besar bagi penulis. Semoga kita selalu saling menjaga dan menyayangi satu sama lain.
10. Dengan penuh hormat dan rasa syukur, penulis mengucapkan terima kasih kepada Abah Yai Munir Syafaat dan Ibu Nyai Barokah Nawawi atas segala doa, bimbingan, dan ilmu yang senantiasa diberikan. Tak lupa kepada keluarga besar pondok pesantren Nurul Ummah Putri, khususnya kelas 1 Marhalah 3, terima kasih telah menjadi rumah kedua, tempat penulis berproses, dan berpulang selama perjalanan menuntut ilmu.
11. Kepada teman-teman prodi MKS angkatan 22, khususnya sahabat saya Yola Ananda Putri dan Renaltin Nur Fadillah, juga teman-teman yang tergabung dalam grup “kuliner dan healing Jogja”. Terima kasih sudah banyak mewarnai hari-hari penulis selama perkuliahan dari maba hingga semester akhir ini. Setiap obrolan, canda tawa, dan dorongan yang kalian berikan menjadi penguat di saat-saat sulit. Semoga sama-sama dimudahkan segala urusannya.
12. Kepada teman-teman satu DPS. Terima kasih telah menjadi rekan diskusi, saling memberikan dukungan, serta berbagi pengalaman selama proses

penyusunan skripsi ini. Kebersamaan dan semangat yang diberikan sangat berarti bagi penulis.

13. Kepada teman-teman kamar A5 yang kebersamai selama penyusunan skripsi. Terimakasih untuk setiap dukungan dan semangat yang diberikan. Kehadiran dan kebersamaan kalian menjadi penyemangat bagi penulis untuk menyelesaikan penelitian ini.
14. Teruntuk Muhammad Zainal Arifin, terima kasih telah hadir dan menjadi bagian dari perjalanan ini. Terima kasih atas doa, dukungan, waktu, dan segala kebaikan yang diberikan dengan tulus, yang menjadi salah satu penyemangat bagi penulis untuk terus melangkah hingga sampai pada titik ini.
15. Kepada diri sendiri, Novi Tsania Fitriana. Apresiasi sebesar-besarnya karena telah berjuang untuk menyelesaikan apa yang telah dimulai. Terima kasih telah bertahan sejauh ini, tetaplah menjadi manusia yang mau berusaha, melangkah lebih maju dan tidak lelah untuk mencoba. Semoga Allah SWT senantiasa menunjukkan jalan terbaik, menghadirkan berbagai kebaikan, serta melimpahkan keberkahan dalam setiap fase kehidupan.
16. Semua pihak yang penulis tidak dapat sebutkan satu persatu namanya. Semoga Allah SWT. memberikan balasan atas segala kebaikan dan bantuan yang kalian berikan kepada penulis.

Demikian atas doa dan dukungan dari berbagai pihak di atas secara langsung maupun tidak langsung, semoga skripsi ini menjadi langkah awal untuk penelitian lebih lanjut di masa depan. Semoga karya yang sederhana ini dapat memberikan manfaat. Aamiin.

Yogyakarta, 30 Juni 2026
Penulis



Novi Tsania Fitriana
22108030046

DAFTAR ISI

HALAMAN PENGESAHAN	iii
HALAMAN PERSETUJUAN SKRIPSI.....	iv
SURAT PERNYATAAN KEASLIAN.....	v
HALAMAN PERSETUJUAN PUBLIKASI UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIK.....	vi
HALAMAN PERNYATAAN BERJILBAB.....	vii
HALAMAN MOTTO	viii
HALAMAN PERSEMBAHAN.....	ix
PEDOMAN TRANSLITERASI ARAB LATIN	x
KATA PENGANTAR.....	xv
DAFTAR ISI.....	xviii
DAFTAR TABEL	xx
DAFTAR GAMBAR	xxi
ABSTRAK	xxii
<i>ABSTRACT</i>	xxiii
BAB I PENDAHULUAN.....	1
A. Latar Belakang	1
B. Rumusan Masalah	9
C. Tujuan Penelitian.....	9
D. Manfaat Penelitian	10
E. Sistematika Penulisan	12
BAB II LANDASAN TEORI DAN KAJIAN PUSTAKA.....	14
A. Landasan Teori	14
1. Teori Investasi Syariah	14
2. Teori Likuiditas	18
3. Teori Portofolio Modern.....	21
4. Teori Economies of Scale	23
5. Konsep Kinerja Investasi dan Pengukurannya dengan <i>Return on Investment (ROI)</i>	26
B. Kajian Pustaka.....	30

C. Pengembangan Hipotesis	35
D. Kerangka Penelitian.....	39
BAB III METODE PENELITIAN	37
A. Desain Penelitian	37
B. Definisi Operasional Variabel.....	37
C. Populasi dan Sampel Penelitian	42
D. Teknik Pengumpulan Data	42
E. Teknik Analisis Data.....	43
1. Analisis Statistik Deskriptif.....	43
2. Uji Korelasi Kendall's Tau-b.....	44
BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN	47
A. Deskripsi Objek Penelitian	47
B. Analisis Deskriptif	51
C. Analisis Korelasi Kendall's Tau-b.....	53
D. Pembahasan	56
BAB V PENUTUP	62
A. Kesimpulan	62
B. Keterbatasan	64
C. Saran.....	65
DAFTAR PUSTAKA.....	68
LAMPIRAN-LAMPIRAN	74

STATE ISLAMIC UNIVERSITY
SUNAN KALIJAGA
YOGYAKARTA

DAFTAR TABEL

Tabel 3. 1 Definisi Operasional Variabel	41
Tabel 3. 2 Kriteria Interpretasi Koefisien Kendall's Tau	44
Tabel 3. 3 Hipotesis Statistik.....	45
Tabel 4. 1 Total Dana Kelolaan.....	49
Tabel 4. 2 Analisis Deskriptif.....	52
Tabel 4. 3 Hasil Uji Korelasi Kendall's Tau	54



DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1 Kerangka Penelitian	39
--------------------------------------	----



ABSTRAK

Fluktuasi *Return on Investment* (ROI) BPKH (5,31% - 7,22%) di tengah kenaikan dana kelolaan menjadi latar belakang penelitian ini. Penelitian bertujuan menganalisis hubungan likuiditas wajib, rasio investasi, dan total dana kelolaan terhadap ROI periode 2018-2024. Penelitian menggunakan pendekatan kuantitatif dengan data sekunder dan dianalisis menggunakan uji korelasi Kendall's Tau-b. Hasil penelitian menunjukkan bahwa likuiditas wajib memiliki hubungan negatif, sedangkan rasio investasi dan total dana kelolaan memiliki hubungan positif dengan ROI. Namun, seluruh hubungan tersebut tidak signifikan secara statistik. Temuan ini memberikan gambaran empiris mengenai hubungan faktor-faktor internal dengan kinerja investasi dana haji.

Kata Kunci: Dana Haji, BPKH, ROI, Likuiditas, Rasio Investasi, Kendall's Tau-b



ABSTRACT

The fluctuation of BPKH's ROI (5,31% - 7,22%) amidst rising AUM underlies this research. This Study aims to analyze the relationships between mandatory liquidity, the investment ratio, and total managed funds with ROI for the 2018–2024 period. A quantitative approach utilizing secondary data was employed, with analysis conducted via the Kendall's Tau-b correlation test. The results indicate that mandatory liquidity has a negative relationship with ROI, whereas the investment ratio and total managed funds exhibit a positive relationship; however, none of these relationships are statistically significant. These findings provide empirical insight into the relationship between internal factors and the investment performance of Hajj funds.

Keywords: Hajj Fund, BPKH, ROI, Liquidity, Investment Ratio, Kendall's Tau-b



BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang

Indonesia adalah negara dengan populasi muslim terbesar di dunia. Dalam ajaran Islam, terdapat lima kewajiban yang disebut sebagai rukun Islam, dan salah satunya adalah menunaikan ibadah haji yang wajib dilakukan oleh umat Islam yang memiliki kemampuan baik finansial, jasmani, maupun rohani (Harahap dkk., 2019). Ibadah haji sebagai rukun Islam kelima memiliki dimensi sosial-ekonomi yang signifikan di Indonesia. Sebagai negara dengan populasi muslim terbesar di dunia, jumlah jemaah haji Indonesia termasuk yang paling tinggi di dunia (Aziz dkk., 2022). Dengan jumlah calon jemaah yang selalu mengalami antrean panjang, terakumulasi dana masyarakat dalam jumlah yang sangat besar.

Berdasarkan Undang-Undang Nomor 34 Tahun 2014 tentang Pengelolaan Keuangan Haji, Badan Pengelola Keuangan Haji (BPKH) dibentuk dengan mandat untuk mengelola keuangan haji sebagai dana abadi umat secara profesional, transparan, dan akuntabel meliputi penerimaan, pengembangan, pengeluaran, dan pertanggungjawaban keuangan haji (Murniwati dkk., 2025). Tujuan strategis pengelolaan ini tidak hanya menjaga keberlangsungan penyelenggaraan ibadah haji, tetapi juga memberikan nilai tambah dan manfaat ekonomi bagi masyarakat dan pembangunan ekonomi umat. Untuk menjalankan tugas tersebut, BPKH memiliki kewenangan untuk menempatkan serta mengelola investasi keuangan haji

berdasarkan prinsip-prinsip syariah, kehati-hatian, keamanan, dan pemberian nilai manfaat (Bafadhal dkk., 2023).

Berdasarkan laporan tahunan Badan Pengelola Keuangan Haji (2018 - 2024), total dana kelolaan meningkat signifikan dari Rp112 triliun pada tahun 2018 menjadi lebih dari Rp171,6 triliun pada tahun 2024, menjadikan BPKH sebagai salah satu lembaga pengelola dana publik berbasis syariah terbesar di dunia. Namun, peningkatan aset ini tidak selalu diiringi dengan kinerja investasi yang stabil. Data imbal hasil investasi yang diukur dengan *Return on Investment* (ROI) menunjukkan pola fluktuatif sepanjang periode tersebut: 5,31% (2018), 6,23% (2019), 6,36% (2020), 8,08% (2021), 7,24% (2022), 7,50% (2023), dan 7,22% (2024). Fluktuasi ROI tersebut menunjukkan bahwa peningkatan dana kelolaan tidak selalu diikuti oleh peningkatan kinerja investasi secara konsisten. Fenomena kinerja investasi fluktuatif yang tercermin dari data BPKH juga mengindikasikan bahwa pengelolaan investasi dana haji tidak *immune* dari berbagai risiko dan tantangan pasar keuangan.

Berdasarkan fenomena tersebut, identifikasi faktor-faktor yang berhubungan dengan kinerja investasi BPKH menjadi kebutuhan strategis. Salah satu faktor yang diduga memiliki hubungan dengan kinerja tersebut adalah tingkat likuiditas. Menurut teori likuiditas yang dikemukakan oleh Keynes (1936), tingkat likuiditas yang terlalu tinggi dapat menyebabkan dana lebih banyak ditempatkan pada aset yang aman namun memiliki tingkat imbal hasil yang relatif rendah, sehingga berpotensi menekan kinerja investasi. Dalam konteks BPKH, likuiditas tidak hanya terkait mitigasi risiko finansial, tetapi juga memiliki dimensi yang lebih luas yaitu

jaminan keberangkatan ibadah haji yang berdimensi sosial-religius. Oleh karena itu, likuiditas menjadi pertimbangan utama untuk menjamin kelancaran operasional haji. Namun, proporsi likuiditas yang terlalu tinggi dapat menurunkan potensi imbal hasil portofolio secara keseluruhan. Sebaliknya, jika likuiditas terlalu rendah, BPKH berisiko gagal memenuhi kewajiban penyelenggaraan ibadah haji.

Penelitian empiris mengenai hubungan likuiditas terhadap kinerja keuangan menunjukkan hasil yang beragam. Lestari & Sapari (2021) dalam penelitiannya pada perusahaan makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia menemukan bahwa likuiditas yang diukur dengan *Current Ratio* (CR) berpengaruh negatif signifikan terhadap *Return on Equity* (ROE). Temuan ini mengindikasikan bahwa tingkat likuiditas yang terlalu tinggi mencerminkan adanya dana menganggur (*idle funds*) yang tidak dialokasikan secara produktif, sehingga justru mengurangi efisiensi dan kinerja keuangan secara keseluruhan.

Di sisi lain, penelitian Utami dkk. (2025) pada perusahaan makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia menemukan bahwa likuiditas yang diukur menggunakan *Current Ratio* berpengaruh positif signifikan terhadap profitabilitas (ROA). Temuan ini menunjukkan bahwa dalam kondisi tertentu, tingkat likuiditas yang cukup justru dapat membantu meningkatkan kinerja karena operasional perusahaan menjadi lebih lancar dan risiko biaya akibat kekurangan dana jangka pendek dapat dihindari. Hal ini membuka pertanyaan, apakah dalam konteks lembaga *nonprofit* berbasis amanah seperti BPKH, likuiditas berpotensi menjadi faktor pendukung utama yang memperkuat atau memperlemah kinerja investasi.

Selain likuiditas, faktor lain yang krusial adalah rasio investasi, yaitu perbandingan antara total investasi terhadap total dana kelolaan. Secara teoritis, semakin besar proporsi dana yang dialokasikan ke dalam instrumen investasi produktif, semakin besar peluang memperoleh tingkat pengembalian yang lebih tinggi. Dalam perspektif teori portofolio modern (Markowitz, 1952), keputusan alokasi aset merupakan faktor penting yang menentukan tingkat *return* suatu portofolio.

Dalam praktiknya, dana haji yang dikelola BPKH ditempatkan pada instrumen keuangan syariah seperti Surat Berharga Syariah Negara (SBSN), reksa dana syariah, penempatan di perbankan syariah, dan investasi langsung pada sektor riil yang halal dan strategis (Murniawati dkk., 2025). Namun, pengelolaan investasi BPKH memiliki karakteristik yang berbeda dengan lembaga investasi pada umumnya. Sebagai pengelola dana umat, BPKH tidak hanya dituntut menghasilkan nilai manfaat yang optimal, tetapi juga menjaga keamanan dana dan memastikan seluruh investasi dilakukan sesuai prinsip syariah.

Dalam perspektif teori investasi syariah (Antonio, 2012), pengelolaan dana umat seharusnya memperhatikan keseimbangan antara aspek keamanan, likuiditas, dan produktivitas sehingga mampu menghasilkan manfaat yang halal dan berkelanjutan. Dengan demikian, rasio investasi pada BPKH mencerminkan kemampuan lembaga dalam mengalokasikan dana secara optimal tanpa mengabaikan prinsip kehati-hatian dan kepatuhan syariah.

Secara empiris, hubungan antara proporsi investasi dan kinerja keuangan masih menunjukkan hasil yang beragam. Beberapa penelitian menemukan bahwa peningkatan alokasi dana pada instrumen investasi produktif mampu meningkatkan tingkat pengembalian, namun penelitian lain menunjukkan bahwa besarnya proporsi investasi tidak selalu berimplikasi pada peningkatan profitabilitas. Puspita Sari dkk. (2024) dalam penelitiannya pada bank umum syariah di Indonesia periode 2019-2022 membuktikan bahwa *Islamic Investment Ratio* (IIR) yang mencerminkan proporsi investasi syariah terhadap total investasi berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja keuangan yang diukur dengan *Return on Assets* (ROA). Temuan ini sejalan dengan teori portofolio modern bahwa alokasi dana yang lebih besar pada investasi produktif akan meningkatkan *return*.

Namun, hasil berbeda ditemukan oleh Sari dkk. (2020) yang meneliti bank umum syariah periode 2015-2018, di mana IIR justru tidak berpengaruh signifikan terhadap ROA. Keberagaman hasil ini menunjukkan bahwa hubungan rasio investasi terhadap ROI bersifat kontekstual dan perlu diuji secara spesifik pada BPKH, mengingat karakteristik dana haji yang unik sebagai dana abadi umat dengan kewajiban sosial-religius serta pengelolaan yang mencapai triliunan rupiah.

Faktor berikutnya adalah total dana kelolaan (*Assets Under Management/AUM*) yang menjadi faktor penting diduga berhubungan dengan kinerja investasi dana haji. Teori *Economies of Scale* (skala ekonomi) menjelaskan bahwa peningkatan skala aset dapat menciptakan efisiensi biaya dan meningkatkan profitabilitas karena biaya tetap tersebar ke volume yang lebih besar. Penelitian Mulyawan (2016) pada 27 reksa dana syariah di Indonesia periode 2010-2013

menemukan bahwa *fund size* berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja reksa dana syariah yang diukur menggunakan rasio *Treynor*. Temuan ini mengonfirmasi bahwa semakin besar dana kelolaan, semakin tinggi kinerja investasi, karena skala besar memberikan efisiensi biaya, daya tawar, dan akses instrumen yang lebih baik.

Namun, dalam konteks BPKH yang dana kelolaannya terus bertambah signifikan, terdapat kemungkinan terjadinya *diseconomies of scale* jika pengelolaan menjadi terlalu kompleks. Penelitian Chen dkk. (2004) dalam industri reksa dana di Amerika Serikat menunjukkan adanya fenomena penurunan efisiensi pada dana berukuran sangat besar. Mereka menemukan bahwa dana dengan ukuran yang semakin besar cenderung mengalami penurunan kinerja karena transaksi dalam jumlah besar dapat memengaruhi harga pasar serta meningkatnya kompleksitas pengelolaan organisasi. Dengan nilai AUM BPKH yang terus meningkat hingga mencapai triliunan rupiah, isu mengenai batas optimal skala dana menjadi semakin relevan untuk diuji secara empiris.

Keberagaman hasil penelitian ini menunjukkan bahwa hubungan likuiditas wajib, rasio investasi, dan skala dana kelolaan terhadap kinerja investasi bersifat kontekstual dan dinamis. Oleh karena itu, pengujian empiris pada konteks spesifik BPKH periode 2018-2024 menjadi semakin krusial untuk menentukan determinan mana yang paling dominan dan bagaimana arah hubungannya. Perbedaan karakteristik kelembagaan antara BPKH dan objek penelitian terdahulu, seperti perusahaan maupun perbankan syariah, memungkinkan munculnya hubungan yang berbeda antarvariabel.

Kajian empiris spesifik mengenai determinan kinerja investasi dana haji di Indonesia masih terbatas, terutama yang fokus pada periode 2018-2024 yang mencakup masa transformasi BPKH, pandemi, dan pemulihan ekonomi. Witjaksono (2020) hanya meneliti kelayakan investasi dana haji pada pembiayaan infrastruktur tanpa menguji pengaruh variabel internal seperti likuiditas, rasio investasi, atau skala dana kelolaan terhadap ROI. Studi lain oleh Aziz dkk. (2022) menyoroti faktor-faktor yang memengaruhi pengelolaan investasi dana haji di Indonesia dengan fokus aspek regulasi, tata kelola, dan prinsip kehati-hatian. Penelitian ini menggunakan pendekatan yang bersifat deskriptif kualitatif dan belum mengukur kinerja investasi secara kuantitatif menggunakan indikator keuangan seperti ROI. Sementara itu Bafadhal dkk. (2023) mengkaji manajemen risiko dan investasi dana haji oleh BPKH dari perspektif ekonomi Islam. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepatuhan terhadap prinsip syariah dan kehati-hatian menjadi pertimbangan utama dalam pengambilan keputusan investasi. Meskipun memberikan kontribusi normatif yang penting, penelitian ini belum menguji sejauh mana kebijakan investasi tersebut berdampak pada kinerja investasi yang terukur secara kuantitatif.

Dengan demikian, penelitian ini menjadi penting untuk mengisi kekosongan tersebut dengan menyajikan bukti empiris kuantitatif yang bertujuan untuk menganalisis hubungan antara likuiditas wajib, rasio investasi, dan total dana kelolaan terhadap ROI BPKH pada periode 2018-2024. ROI dipilih sebagai pengukuran kinerja karena kemampuannya yang sederhana dan langsung dalam mengukur efisiensi dan profitabilitas investasi (Brigham & Houston, 2022).

Penelitian ini secara spesifik memfokuskan pada faktor internal yang secara langsung berada dalam kendali BPKH dan memiliki data kuantitatif yang tersedia untuk dianalisis.

Urgensi penelitian ini semakin tinggi karena kinerja investasi BPKH memiliki dampak langsung terhadap kemampuan pemerintah dalam menjaga Biaya Penyelenggaraan Ibadah Haji (BPIH) dan menyalurkan nilai manfaat kepada calon jemaah haji. Kinerja investasi yang optimal akan memperkuat keberlanjutan penyelenggaraan haji dan mendukung sektor keuangan syariah nasional sebagai pilar pembangunan ekonomi umat (Gunawan, 2024). Oleh sebab itu, analisis empiris terhadap faktor-faktor internal BPKH menjadi penting agar kebijakan investasi yang diambil bersifat berbasis data dan akuntabel.

Penelitian ini memiliki kontribusi dalam memperkaya kajian mengenai pengelolaan investasi dana haji melalui pengujian hubungan likuiditas wajib, rasio investasi, dan total dana kelolaan terhadap ROI BPKH periode 2018-2024. Selain mengisi keterbatasan penelitian terdahulu, penelitian ini juga mengintegrasikan perspektif teori likuiditas, teori portofolio modern, teori investasi syariah, dan teori *economy of scale* dalam konteks pengelolaan dana publik berbasis syariah. Dengan demikian, hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi akademis sekaligus menjadi masukan bagi penguatan kebijakan investasi BPKH yang berorientasi pada keberlanjutan dan kemaslahatan umat.

B. Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah disebutkan, peneliti mengembangkan rumusan masalah penelitian sebagai berikut:

1. Apa hubungan likuiditas wajib terhadap ROI dana haji di Indonesia pada BPKH periode 2018–2024?
2. Apa hubungan rasio investasi terhadap ROI dana haji di Indonesia pada BPKH periode 2018–2024?
3. Apa hubungan total dana kelolaan terhadap ROI dana haji di Indonesia pada BPKH periode 2018–2024?

C. Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah yang telah disebutkan, maka tujuan penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

1. Menganalisis hubungan likuiditas wajib terhadap ROI dana haji di Indonesia pada BPKH periode 2018–2024.
2. Menganalisis hubungan rasio investasi terhadap ROI dana haji di Indonesia pada BPKH periode 2018–2024.
3. Menganalisis hubungan total dana kelolaan terhadap ROI dana haji di Indonesia pada BPKH periode 2018–2024.

D. Manfaat Penelitian

Berdasarkan tujuan penelitian di atas, penelitian ini diharapkan memberikan manfaat sebagai berikut:

1. Manfaat Teoritis

Secara teoritis, penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi penting dalam pengembangan ilmu pengetahuan di bidang keuangan syariah dan manajemen investasi publik berbasis syariah, khususnya pada konteks pengelolaan dana haji di Indonesia. Penelitian ini memperkaya literatur yang mengaitkan teori ekonomi konvensional dan teori keuangan Islam dalam satu kerangka empiris yang terintegrasi. Melalui penerapan *Liquidity Preference Theory* (Keynes, 1936), penelitian ini memperkuat pemahaman mengenai bagaimana tingkat likuiditas memengaruhi kemampuan lembaga syariah dalam mengoptimalkan imbal hasil investasi tanpa melanggar prinsip kehati-hatian.

Selain itu, penggunaan *Economies of Scale Theory* (Mankiw, 2021) memberikan kontribusi teoritis yang signifikan karena menghubungkan pertumbuhan total dana kelolaan (AUM) dengan efisiensi pengelolaan investasi dalam lembaga keuangan publik syariah, bidang yang selama ini relatif kurang dieksplorasi. Dengan demikian, penelitian ini menghadirkan kerangka teoritis baru yang menempatkan BPKH bukan hanya sebagai entitas pengelola dana sosial keagamaan, tetapi juga sebagai aktor keuangan syariah institusional yang harus menyeimbangkan skala ekonomi, produktivitas, dan prinsip keberkahan (*maqashid al-syari'ah*). Hasil penelitian ini diharapkan menjadi referensi bagi akademisi dalam mengembangkan model analisis investasi syariah yang lebih

adaptif terhadap dinamika ekonomi modern dan kondisi pasar keuangan Islam di Indonesia.

2. Manfaat Praktis

a. Bagi Badan Pengelola Keuangan Haji

Hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi bahan evaluasi terhadap efektivitas strategi investasi yang telah dijalankan selama periode 2018-2024. Temuan mengenai hubungan likuiditas wajib, rasio investasi, dan skala dana kelolaan terhadap kinerja investasi dapat menjadi dasar dalam perumusan kebijakan portofolio yang lebih optimal, baik dalam aspek alokasi aset, diversifikasi instrumen, maupun manajemen risiko investasi.

b. Bagi Pemerintah dan Regulator (Kementerian Agama, OJK, dan DSN-MUI)

Hasil penelitian ini dapat menjadi dasar pengambilan keputusan untuk memperkuat kebijakan pengawasan dan tata kelola investasi dana umat yang sesuai dengan prinsip transparansi, akuntabilitas, dan keberlanjutan. Penelitian ini juga memberikan kontribusi praktis terhadap pengembangan ekosistem keuangan syariah nasional, di mana pengelolaan dana haji yang efisien dan produktif dapat menjadi model manajemen investasi publik yang beretika dan berorientasi sosial.

c. Bagi Masyarakat Akademik dan Mahasiswa Ekonomi Islam

Lebih jauh lagi, penelitian ini memberikan referensi empiris dan metodologis yang relevan, karena menggunakan pendekatan kuantitatif dengan uji korelasi nonparametrik Kendall's Tau-b serta kerangka teori yang kuat. Dengan demikian, penelitian ini dapat menjadi rujukan dalam studi-

studi selanjutnya yang ingin mengkaji efisiensi lembaga keuangan publik syariah dari aspek manajemen portofolio, pengaruh skala ekonomi, atau bahkan kontribusi sosial ekonomi dari hasil investasi dana haji.

E. Sistematika Penulisan

Penelitian ini terdiri dari lima bab yang disusun dengan sistematis. Berikut ini merupakan gambaran sistematika secara garis besar yang disusun oleh peneliti.

Bab pertama yaitu pendahuluan, berisi tentang topik utama yang mencakup latar belakang penelitian. Latar belakang penelitian akan menguraikan alasan dan urgensi penelitian ini dilakukan. Selain itu, bab ini akan mengidentifikasi masalah masalah utama yang akan dianalisis lebih mendalam. Selanjutnya, bab ini berisi tentang tujuan serta manfaat penelitian. Terakhir, bab ini juga akan menguraikan sistematika penulisan yang bertujuan untuk memudahkan pembaca dalam memahami susunan penelitian.

Bab kedua membahas empat pokok utama yaitu, landasan teori, tinjauan pustaka, pengembangan hipotesis, dan kerangka pemikiran. Pada bagian landasan teori, dijelaskan mengenai teori-teori yang relevan dengan masalah yang diangkat. Selanjutnya, pada bagian kajian pustaka menguraikan beberapa penelitian terdahulu yang berkaitan dan menjadi acuan dari penelitian ini. Pada bagian pengembangan hipotesis membahas tentang dugaan sementara yang diperoleh dari teori para ahli dan penelitian terdahulu. Terakhir, pada bagian kerangka pemikiran disajikan gambaran penelitian untuk setiap variabel yang akan dipertimbangkan dalam penelitian ini.

Bab ketiga menjelaskan mengenai metode penelitian yang akan digunakan untuk menjawab hipotesis. Kemudian dijelaskan mengenai jenis penelitian yang akan dilakukan, serta informasi mengenai populasi dan sampel beserta teknik pengumpulan datanya. Selain itu, bab ini juga menjelaskan terkait definisi operasional variabel yang digunakan dalam penelitian ini. Pada bagian akhir terdapat pembahasan mengenai teknik analisis data dan alat uji hipotesis yang akan digunakan untuk mengolah data dalam penelitian ini.

Bab keempat berisi penjelasan mengenai objek penelitian, serta membahas tentang temuan penelitian secara terperinci beserta implikasinya. Kemudian, dijelaskan tentang hasil analisis beserta penelitian terdahulu yang berkaitan.

Bab kelima pada penelitian ini berisi kesimpulan dan saran. Kesimpulan merupakan penjelasan singkat dari hasil pengujian hipotesis. Saran berisi tentang keterbatasan penelitian serta saran untuk peneliti selanjutnya.

BAB V

PENUTUP

A. Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan pada Bab IV, penelitian ini bertujuan untuk mengidentifikasi hubungan antara likuiditas wajib, rasio investasi, dan total dana kelolaan terhadap kinerja investasi (ROI) dana haji di Badan Pengelola Keuangan Haji (BPKH) periode 2018–2024, menggunakan uji korelasi Kendall's Tau-b. Hasil penelitian menghasilkan tiga kesimpulan utama sebagai berikut:

1. Likuiditas (rasio likuiditas wajib) memiliki hubungan negatif yang kuat dengan ROI ($\tau = -0,619$), namun tidak signifikan secara statistik ($p = 0,051 > 0,05$). Dengan demikian, hipotesis pertama (H_1) ditolak. Meskipun demikian, arah negatif ini konsisten dengan *Liquidity Preference Theory* (Keynes, 1936), dan temuan empiris Lestari & Sapari (2021), Siregar (2025), dan Lim dkk. (2025) yang menemukan bahwa tingkat likuiditas yang terlalu tinggi dapat menurunkan profitabilitas akibat adanya dana menganggur. Ketidaksignifikanan disebabkan oleh keterbatasan sampel ($n = 7$) yang mengurangi power uji statistik.
2. Rasio investasi (proporsi total investasi terhadap total dana kelolaan) memiliki hubungan positif yang kuat dengan ROI ($\tau = 0,619$), namun tidak signifikan secara statistik ($p = 0,051 > 0,05$). Hipotesis kedua (H_2) ditolak. Namun, arah positif ini mendukung teori portofolio modern dan teori investasi syariah yang menekankan pentingnya optimalisasi alokasi dana untuk meningkatkan kinerja investasi, serta sejalan dengan hasil penelitian Sholihah dkk. (2026), Mustion

dkk. (2023) dan Puspita Sari dkk. (2024) yang menunjukkan bahwa peningkatan aktivitas investasi mampu meningkatkan tingkat pengembalian yang dihasilkan. Nilai p yang mendekati 0,05 mengindikasikan bahwa dengan sampel yang lebih besar, hubungan ini berpotensi signifikan.

3. Total dana kelolaan memiliki hubungan positif yang sedang dengan ROI ($\tau = 0,524$) namun tidak signifikan secara statistik ($p = 0,099 > 0,05$). Hipotesis ketiga (H_3) ditolak. Meskipun demikian, arah positif ini mendukung teori *Economies of Scale*, serta sejalan dengan hasil penelitian Mulyawan (2016), Foadilah & Sukmaningrum (2019), dan Leong (2021) yang menunjukkan bahwa ukuran dana (*fund size*) yang lebih besar cenderung menghasilkan kinerja investasi yang lebih baik. Namun koefisien yang lebih rendah dibanding dua variabel lain mengindikasikan bahwa hubungan AUM dengan ROI mungkin lebih kompleks dan tidak sepenuhnya monotonik.

Secara keseluruhan, ketiga hipotesis ditolak pada tingkat signifikansi 5%. Namun, arah koefisien korelasi yang konsisten dengan teori, dikombinasikan dengan nilai p yang mendekati signifikansi (0,051), mengindikasikan bahwa keterbatasan sampel menjadi faktor dominan penyebab ketidaksignifikanan. Secara praktis dan deskriptif, hubungan antara ketiga variabel dengan ROI tetap terlihat jelas pada periode 2018-2024, namun untuk generalisasi statistik diperlukan data yang lebih panjang.

B. Keterbatasan

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yang perlu diakui secara jujur agar hasilnya tidak digeneralisasi secara berlebihan dan menjadi landasan perbaikan bagi penelitian selanjutnya.

1. Keterbatasan Jumlah Sampel

Jumlah sampel hanya 7 tahun observasi (2018-2024) karena BPKH baru beroperasi penuh sejak 2017. Ukuran sampel yang kecil membatasi *power* statistik rendah, terutama pada uji nonparametrik seperti Kendall's Tau-b yang cenderung lebih konservatif. Hal ini menjadi penyebab utama ketidaksignifikanan hasil penelitian, meskipun arah koefisien konsisten dengan teori. Penelitian dengan rentang waktu lebih panjang (10-15 tahun) atau data bulanan/kuartalan akan menghasilkan estimasi yang lebih andal.

2. Keterbatasan Metode Analisis

Karena sampel kecil dan data tidak memenuhi asumsi parametrik, penelitian ini menggunakan Kendall's Tau-b yang hanya mengukur hubungan monotonik berdasarkan peringkat, bukan pengaruh kausal. Metode ini tidak dapat menguji pengaruh simultan atau mengontrol variabel lain. Penelitian selanjutnya dengan sampel lebih besar dapat menggunakan regresi linear berganda atau metode *path analysis*.

3. Keterbatasan Proksi dan Cakupan Variabel

Penelitian ini hanya menggunakan ROI sebagai ukuran kinerja investasi, yang bersifat historis dan tidak memperhitungkan risiko (*risk-adjusted return*). Selain itu, hanya tiga variabel independen yang diuji. Faktor lain seperti inflasi,

suku bunga, kebijakan pemerintah, atau strategi alokasi aset spesifik tidak dimasukkan. Masih terdapat sebagian variasi ROI yang dijelaskan oleh variabel di luar model.

4. Keterbatasan Sumber Data

Data bersumber dari laporan keuangan tahunan BPKH yang dipublikasikan. Meskipun telah diaudit dengan opini WTP, peneliti tidak memiliki akses ke data mentah atau rincian portofolio per instrumen investasi. Hal ini membatasi kedalaman analisis, misalnya untuk membandingkan kinerja antar kelas aset (sukuk negara vs sukuk korporasi vs deposito syariah).

C. Saran

Berdasarkan kesimpulan dan dengan mempertimbangkan keterbatasan, berikut saran yang ditujukan kepada BPKH, peneliti selanjutnya, dan pembuat kebijakan.

1. Saran bagi BPKH

Meskipun secara statistik hipotesis tidak terbukti, secara deskriptif dan praktis ketiga variabel menunjukkan arah hubungan yang konsisten dengan teori. BPKH disarankan untuk tetap menjaga keseimbangan antara likuiditas pada batas aman bawah (2,0-2,5 kali BPIH), meningkatkan rasio investasi produktif secara bertahap dengan tetap mematuhi prinsip kehati-hatian dan syariah, dan mengakselerasi pertumbuhan total dana kelolaan (AUM) melalui digitalisasi layanan setoran haji, edukasi jemaah tentang manfaat menabung haji sejak dini, serta inovasi program haji plus yang transparan. Pertumbuhan AUM juga harus

diimbangi dengan peningkatan kapasitas manajerial untuk menghindari potensi *diseconomies of scale*.

2. Saran bagi Peneliti Selanjutnya

Peneliti selanjutnya disarankan untuk memperpanjang periode observasi (minimal 10-15 tahun) atau menggunakan data bulanan/kuartalan agar jumlah sampel lebih besar, sehingga penggunaan regresi linear berganda atau uji parametrik lain dapat digunakan untuk menguji hubungan secara simultan dan lebih *robust*. Penambahan variabel kontrol seperti inflasi, suku bunga acuan, nilai tukar, serta kebijakan pemerintah (misalnya *dummy* perubahan regulasi atau pandemi) akan menghasilkan model yang lebih komprehensif. Penggunaan metode statistik non-parametrik lain (*bootstrap regression*) atau studi komparatif dengan lembaga pengelola dana haji di negara lain (Malaysia, Brunei, Arab Saudi) juga dapat memperkaya temuan.

3. Saran bagi Pembuat Kebijakan (Pemerintah, BPK)

Pemerintah dapat mempertimbangkan pemberian rentang fleksibilitas rasio likuiditas wajib, misalnya 2,0 - 2,5 kali BPIH, karena batas minimal 2 kali terbukti mendorong BPKH memegang likuiditas berlebih di awal operasional yang menekan ROI. Fleksibilitas ini tetap harus disertai kewajiban transparansi dan pelaporan berkala. BPK disarankan untuk memperkuat audit syariah dan mendorong BPKH mempublikasikan komposisi portofolio investasi berdasarkan tingkat risiko dan imbal hasil, sehingga jemaah mendapatkan informasi yang memadai. Pemerintah (Kementerian Keuangan, OJK, dan Bank Indonesia) perlu terus mendukung pengembangan instrumen investasi syariah

yang likuid, aman, dan kompetitif (sukuk negara, sukuk korporasi, reksa dana syariah) agar BPKH memiliki ruang diversifikasi yang luas dalam mengelola dana haji skala besar.



DAFTAR PUSTAKA

- Abdullah, F., Hassan, T., & Mohamad, S. (2007). Investigation of Performance of Malaysian Islamic Unit Trust Funds: Comparison with Conventional Unit Trust Funds. *Managerial Finance*, 33(2).
- Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions. (2017). *Shari'ah Standards*.
- Al-Ghazali, A. H. (n.d.). *Al-Mustashfa min 'Ilm al-Usul*.
- Antonio, M. . (2012). *Bank Syariah: Dari Teori ke Praktik*. Gema Insani.
- Antonio, M. ., & Sanrego, Y. . (2018). *Islamic Banking and Finance: Principles, Instruments and Operations*.
- Arndt, S., Turvey, C., & Andreasen, N. C. (1999). Correlating and predicting psychiatric symptom ratings: Spearmans r versus Kendalls tau correlation. *Journal of Psychiatric Research*, 33(2), 97–104. [https://doi.org/10.1016/S0022-3956\(98\)90046-2](https://doi.org/10.1016/S0022-3956(98)90046-2)
- Ascarya, A., & Yumanita, D. (2018). Waqf Fund Management and Investment: Best Practices in Indonesia. *Bank Indonesia Working Paper*.
- Ashraf, D., & Mohammad, N. (2014). Matching Perception with the Reality Performance of Islamic Equity Investments. *Pacific-Basin Finance Journal*, 28.
- Aziz, R. M., Fitriyani, T., Soeharjoto, S., Nugroho, L., & Parenreng, S. M. (2022). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Investasi Pengelolaan Dana Haji. *Jesya*, 6(1), 722–732. <https://doi.org/10.36778/jesya.v6i1.1009>
- Badan Pemeriksa Keuangan Republik Indonesia. (2025). *BPKH Raih Opini WTP ke-7 dari BPK*. <https://jatim.bpk.go.id/dari-media/bpkh-raih-opini-wtp-ke-7->

dari-bpk

Badan Pengelola Keuangan Haji. (2021). *Laporan Tahunan 2021 Badan Pengelola Keuangan Haji*. <https://bpkh.go.id/>

Badan Pengelola Keuangan Haji. (2024). *Laporan Tahunan 2024 Badan Pengelola Keuangan Haji*.

Bafadhal, M., Rahman, M. S., & Ma'ani, B. (2023). Analisis Manajemen Risiko dan Investasi Dana Haji Pada Badan Pengelola Keuangan Haji (BPKH) Perspektif Ekonomi Islam. *Jurisdictie*, 4(2), 10–24.

Berk, J., & DeMarzo, P. (2019). *Corporate Finance (5th ed., Global Edition)*. Pearson.

Besanko, D., Dranove, D., Shanley, M., & Schaefer, S. (2018). *Economics of Strategy (8th ed.)*. Wiley.

Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2021). *Investments (12th ed.)*. McGraw-Hill Education.

Brigham, E. ., & Houston, J. . (2022). *Fundamentals of Financial Management (17th ed.)*. Cengage Learning.

Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2020). *Financial Management: Theory and Practice (16th ed.)*. Cengage Learning.

Chen, J., Hong, H., Huang, M., & Kubik, J. D. (2004). *Does Fund Size Erode Mutual Fund Performance ? The Role of Liquidity and Organization*.

Dancey, C. P., & Reidy, J. (2020). *Statistics Without Maths for Psychology 8th Edition*. Pearson. www.pearsoned.co.uk/Dancey

Foadilah, F., & Sukmaningrum, P. S. (2019). *Faktor Internal yang Berpengaruh terhadap Kinerja Reksadana Syariah di Indonesia Periode 2014-2017*. 6(1), 114–124.

- Ghaemi Asl, M., Rashidi, M. M., Tavakkoli, H. R., & Rezgui, H. (2024). Does Islamic investing modify portfolio performance? Time-varying optimization strategies for conventional and Shariah energy-ESG-utilities portfolio. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 94, 37–57. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.qref.2023.12.010>
- Ghozali, I. (2018). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 25*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gitman, L. J., & Zutter, C. J. (2019). *Principles of Managerial Finance (15th ed.)*. Pearson Education.
- Gunawan. (2024). *Optimalisasi Investasi Syariah: Menuju Pencapaian SDGs di Indonesia*.
- Harahap, N. K., Supriyatni, R., & . S. (2019). Tanggung Jawab Hukum Penyelenggara Haji Terkait Penggunaan Dana Haji Dalam Pembangunan Infrastruktur Di Indonesia Berdasarkan Undang-Undang Nomor 34 Tahun 2014 Tentang Pengelolaan Keuangan Haji. *Acta Diurnal Jurnal Ilmu Hukum Kenotariatan Fakultas Hukum UNPAD*, 2(2), 140. <https://doi.org/10.24198/acta.v2i2.237>
- Hassan, M. K., & Aliyu, S. (2018). A Contemporary Survey of Islamic Banking Literature. *Journal of Financial Stability*, 34, 12–43.
- Hsiao, C. (2014). *Analysis of Panel Data (3rd ed.)*. Cambridge University Press.
- Islamic Financial Services Board. (2009). *Capital Adequacy Requirements for Sukuk, Securitisations and Real Estate Investment*.
- Keynes, J. M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. Harcourt Brace.
- Kieso, D. ., Weygandt, J. ., & Warfield, T. . (2021). *Intermediate Accounting (IFRS Edition)*. Wiley.

- Kontan.co.id. (2025). *Dana Kelolaan BPKH Tembus Rp 171,65 triliun pada Tahun 2024*. <https://nasional.kontan.co.id/news/dana-kelolaan-bpkh-tembus-rp-17165-triliun-pada-tahun-2024>
- Leong, D. (2021). *Pengaruh Strategi Investasi Manajer Investasi, Nilai Dana Kelolaan, Dan Makro Ekonomi Terhadap Kinerja Reksa Dana Saham Di Indonesia Dengan Usia Produk Sebagai Variabel Moderating*.
- Lestari, P. D., & Sapari. (2021). Pengaruh Profitabilitas, dan Likuiditas Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*, 10.
- Lim, S., Flores, E., & Barnett, C. (2025). The impact of increased liquidity on profitability : Insights from Cambodian commercial banks. *Banks and Bank Systems*, 20(2). [https://doi.org/10.21511/bbs.20\(2\).2025.04](https://doi.org/10.21511/bbs.20(2).2025.04)
- Mankiw, N. . (2021). *Principles of Economics (9th ed.)*. Cengage Learning.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77–91. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1952.tb01525.x>
- Markowitz, H. (1959). *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*. Yale University Press.
- Mishkin, F. S. (2022). *The Economics of Money, Banking and Financial Markets (13th ed.)*. Pearson.
- Mohieldin, M., Iqbal, Z., Rostom, A., & Fu, X. (2011). The Role of Islamic Finance in Enhancing Financial Inclusion in Organization of Islamic Cooperation (OIC) Countries. *Islamic Economic Studies and Finance Working Group*, 20(2).
- Mulyawan, S. (2016). *Kinerja Reksa Dana Syariah dan Beberapa Faktor yang Memengaruhinya : Studi di Pasar Modal Indonesia 2010-2013*. 16(2), 217–236. <https://doi.org/10.18326/ijtihad.v16i2.217-236>

- Murniwati, R., Aisyah, S., & Fahrieza, A. (2025). *Investasi Dana Haji oleh Badan Pengelola Dana Haji (BPKH) Dalam Perspektif Hukum Islam dan Implikasinya Terhadap Ekonomi Syariah*. 9(3), 572–590.
- Mustion, S., Wira, A., & Novia, A. (2023). *The Influence of Islamicity Performance Index and Non Performing Financing on Return on Asset of Indonesian Sharia Commercial Bank*. 8(4), 1185–1205.
- Otoritas Jasa Keuangan. (2023). *Peraturan OJK tentang Penerapan Keuangan Berkelanjutan bagi Lembaga Jasa Keuangan, Emiten, dan Perusahaan Publik*.
- Puspita Sari, M., Suryanto, T., & Iqbal, M. (2024). *Analysis of Sharia Compliance and Islamic Corporate Identity Impact on Financial Performance : Evidence from Indonesian Islamic Banks (2019- 2022)*. 1(200).
- Reilly, F. K., & Brown, K. C. (2019). *Investment Analysis and Portfolio Management (11th ed.)*. Cengage Learning.
- Republik Indonesia. (2014). *Undang-Undang Nomor 34 Tahun 2014 tentang Pengelolaan Keuangan Haji*. <https://peraturan.bpk.go.id/Details/38717>
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2022). *Fundamentals of Corporate Finance (13th ed.)*. McGraw-Hill Education.
- Sari, A. K., Hudaya, F., & Imtikhanah, S. (2020). *Pengaruh Sharia Compliance , Islamic Corporate Governance , CAR , dan Zakat terhadap Kinerja Keuangan Bank Umum Syariah*. 16, 29–50. <https://doi.org/https://doi.org/10.48144/neraca.v16i2.496>
- Sekaran, U., & Bougie, R. (2016). *Research Methods for Business: A Skill-Building Approach (7th ed.)*. Wiley.
- Sholihah, R. A., Ningtyas, J. D. A., & Fadzila, A. U. (2026). *Determining BPKH Financial Performance : a Financial Ratio and Value For Money Approach*.

- Jurnal Kajian Ekonomi dan Perbankan Syariah*, 10(1), 202–217.
- Siegel, S. (2012). *Nonparametric Statistics*. 11(3), 13–19.
- Siregar, D. S. (2025). *Pengaruh Gap Management dan Likuiditas terhadap Profitabilitas PT. Bank Syariah Indonesia 2015-2024*.
- Sufian, F., & Habibullah, M. (2019). Do economies of scale and scope matter in banking sector performance? Evidence from selected European countries. *International Journal of Finance & Economics*, 24(1), 527–545.
- Sugiyono. (2022). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D*. Alfabeta.
- Tandellin, E. (2017). *Portofolio dan Investasi: Teori dan Aplikasi*. Kanisius.
- Usmani, M. T. (2002). *An Introduction to Islamic Finance*. Idaratul Ma'arif.
- Utami, R., Pramesti, A., & Leon, F. M. (2025). The Effect of Company Liquidity and Efficiency on Profitability in the Food and Beverage Sub-Sector on the Indonesia Stock Exchange. *Indonesia Interdisciplinary Journal of Sharia Economics*, 8(2), 2903–2925.
- Witjaksono, B. (2020). Analisis Kelayakan Investasi Keuangan Haji dalam Pembiayaan Infrastruktur dan Tingkat Imbal Hasil Badan Pengelola Keuangan Haji (Bpkh). *Performance*, 27(1), 30.
<https://doi.org/10.20884/1.jp.2020.27.1.1981>