

## **BAB SATU PENGENALAN**

### 1.1 Pengenalan

Pasaran modal merupakan komponen sistem kewangan yang penting bagi mendapatkan dana untuk tujuan pelaburan jangka panjang. Pasaran modal menyediakan aktiviti untuk penghasilan dana dan meningkatkan kecairan sistem kewangan. Malaysia telah mencapai pertumbuhan yang membanggakan, dan kini merupakan antara pasaran modal terbesar di rantau ini. Buktinya pada pertengahan tahun 2009, pasaran modal meningkat daripada RM 67 bilion pada tahun 2008 kepada RM 109.7 bilion iaitu peningkatan sebanyak 63.7 peratus<sup>1</sup>.

Kemajuan yang telah dicapai bukan sahaja dari segi peningkatan saiz pasaran, tetapi juga dari segi usaha untuk membangunkan produk baru dan berinovatif bagi memenuhi keperluan dan pilihan pelabur tempatan dan luar negara. Terdapat beberapa faktor yang mempengaruhi perkembangan pasaran modal iaitu pelaksanaan polisi yang terancang, rangka kerja dan kecanggihan perantara yang mendorong ke arah inovasi produk, serta kewujudan sistem kewangan Islam yang lengkap, matang dan mapan.

Pasaran modal Islam berfungsi sebagai pelengkap kepada peranan pelaburan yang dimainkan oleh sektor kewangan Islam. Perkembangan pasaran modal Islam secara langsung meluaskan lagi aktiviti ekonomi yang berasaskan syariah. Walaupun pasaran modal Islam menggunakan prasarana pasaran yang sama dengan pasaran modal

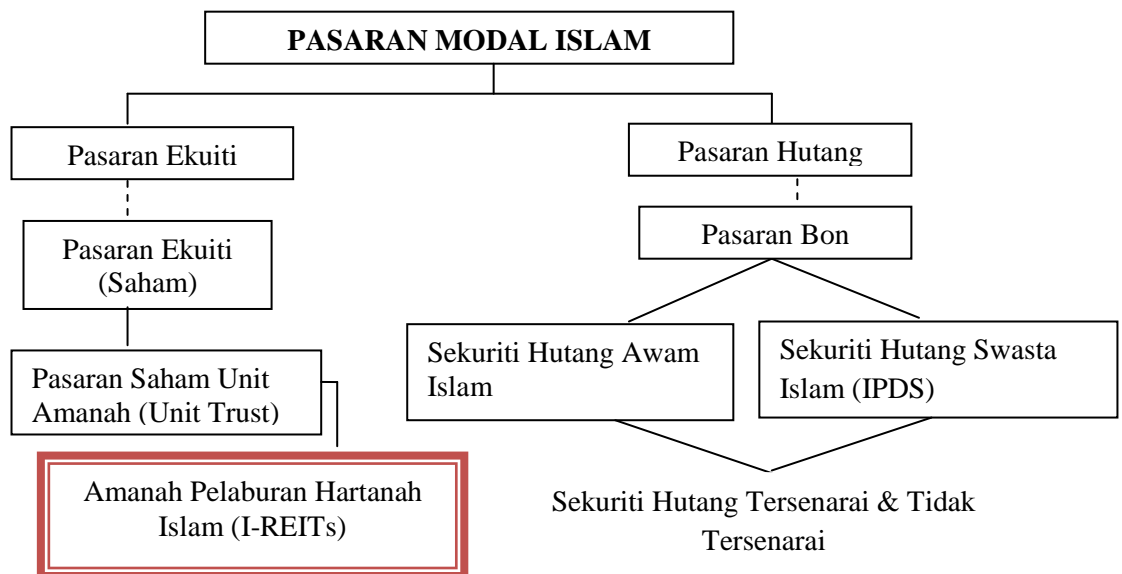
---

<sup>1</sup> Kementerian Kewangan Malaysia (2009), *Laporan Ekonomi 2009*. Malaysia: Kementerian Kewangan Malaysia, h. 135.

konvensional, namun kedua-duanya mempunyai komponen dan aktiviti yang agak berbeza.

Kewujudan pasaran modal Islam yang berjalan seiring dengan pasaran modal sedia ada telah merancakkan lagi pembangunan ekonomi negara. Komponen dan operasi pasaran modal Islam adalah berpandukan kepada perundangan Islam iaitu al-Quran, as-Sunnah, *ijma'* dan *qias* yang menyediakan garis panduan bagi menjalankan aktiviti ekonomi. Pasaran modal Islam dibentuk dan dibina berdasarkan kepada lima prinsip operasi yang utama iaitu mencegah pengamalan riba, perkongsian risiko, menghindarkan berlakunya spekulasi secara berleluasa, persamaan akad dengan kontrak yang dinyatakan dan aktiviti yang dilaksanakan mestilah sah di sisi syarak. Sebarang pelanggaran prinsip tersebut dalam melaksanakan aktiviti muamalat adalah tidak dibenarkan dan tidak mematuhi syariah. Berikut adalah rajah bagi komponen pasaran modal Islam di Malaysia :

Rajah 1.1: Komponen Pasaran Modal Islam



Sumber: Suruhanjaya Sekuriti

Pembangunan pesat produk-produk pasaran modal Islam yang inovatif merupakan pencapaian penting di Malaysia. Hal ini termasuklah penubuhan amanah pelaburan hartanah Islam (I-REITs) yang membawa kepada pengenalan produk Islam baru ke dalam pasaran modal dunia. Di samping itu juga, menunjukkan keupayaan pasaran modal Islam Malaysia sebagai negara pertama di dunia yang menerbitkan garis panduan I-REITs pada tahun 2005. Garis panduan I-REITs telah diperkenalkan untuk memudahkan pembangunan.

Pengenalan I-REITs merupakan langkah yang penting dalam pembangunan pasaran modal Islam dengan memberikan ruang tambahan untuk pelabur yang ingin mengagihkan dana kepada instrumen mematuhi syariah, di samping dapat meningkatkan pasaran modal Islam yang lebih kompetitif. Pelaburan I-REITs adalah berasaskan kepada hartanah, yang memiliki sifat yang unik untuk dijadikan pelaburan. Oleh itu, pelabur tempatan mahupun pelabur asing yang mencari instrumen syariah berpeluang untuk melabur dalam hartanah di Malaysia.

Oleh itu, penulisan ini membincangkan secara terperinci mengenai instrumen pelaburan I-REITs yang merupakan instrumen yang baru, di samping kemampuan I-REITs menarik minat pelabur asing yang ingin melabur dalam hartanah yang berlandaskan syariah.

## 1.2 Latarbelakang Masalah

Tanah dan pembangunannya adalah sumber yang terpenting bagi komuniti dan mempunyai fungsi yang besar kepada sosial dan ekonomi. Kerajaan memainkan peranan penting dalam membangunkan pasaran hartanah, lazimnya dalam penggubalan

undang-undang dan peraturan. Ini akan menyebabkan harga pasaran hartanah bukan sahaja bergantung kepada permintaan dan penawaran tetapi juga bergantung kepada undang-undang dan peraturan yang ditetapkan oleh kerajaan<sup>2</sup>.

Hartanah secara umumnya merupakan alat pelaburan yang popular. Kekayaan dan kekuasaan lazimnya diukur terutamanya melalui bilangan hartanah yang dimiliki oleh individu dan institusi. Pelaburan hartanah mampu menunjukkan kemampuannya dalam memberikan pulangan yang stabil kepada para pelabur. Pelaburan hartanah memiliki ciri lindung inflasi yang baik terhadap inflasi yang dijangka dan tidak dijangka. Peningkatan sewa memberi perlindungan apabila berlakunya inflasi dan mendorong kepada aliran tunai yang stabil melalui hasil pendapatan sewa.

Dalam konteks pasaran hartanah Malaysia, walaupun turut terkesan dengan krisis ekonomi pada tahun 2008, sektor ini mampu menunjukkan kekuatan dalam menempuh beberapa krisis kewangan. Pelbagai langkah yang dijalankan oleh kerajaan bagi memastikan ekonomi Malaysia berada dalam keadaan yang stabil. Pakej rangsangan ekonomi yang diperkenalkan turut memberi kesan yang positif kepada sektor pasaran hartanah.

Malaysia Property Incorprate (MPI), dengan gabungan sektor awam swasta telah mengkoordinasi dan mempromosi sektor hartanah Malaysia di peringkat antarabangsa. Sambutan yang menggalakkan daripada pelabur melalui pameran pertama MPI di Jepun pada tahun 2008 dan pada tahun berikutnya. MPI telah menyertai pameran di Singapura,

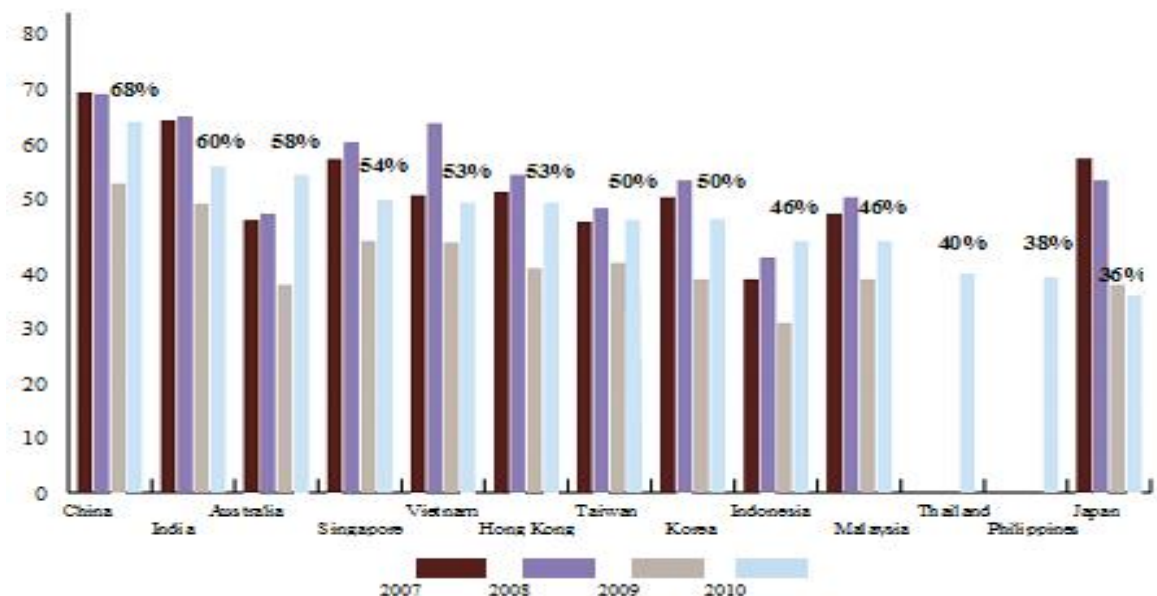
---

<sup>2</sup> Johan Hagängen (2005), "Real Estate Profitability in Three European Cities" (Thesis Master, School of Business Stockholm University), h. 12.

Indonesia, Emirate Arab Bersatu (Dubai), Jepun (Osaka dan Tokyo), Pakistan, United Kingdom (London dan Birmigham) dan India (Bangalore dan Chennai)<sup>3</sup>.

Rajah 1.2 menunjukkan prestasi pasaran hartanah dari tahun 2007 sehingga 2010 bagi negara Asia terpilih. Pasaran hartanah China dan India menunjukkan peratusan yang tinggi berbanding negara Asia terpilih yang lain iaitu 68 peratus dan 60 peratus. Manakala Australia, Singapura, Vietnam, Hong Kong, Taiwan dan Korea menunjukkan peratusan tahap kedua iaitu dalam lingkungan 50 peratus. Indonesia, Malaysia, Thailand, Filipina dan Jepun adalah dalam lingkungan 40 peratus bagi pertumbuhan pasaran hartanah.

Rajah 1.2 : Pertumbuhan Pasaran Hartanah Dari Tahun 2007 Sehingga 2010



Sumber: Asia-Pacific REITs Survey June 2010

Pelaburan dalam hartanah terbahagi kepada dua bahagian iaitu pelaburan hartanah secara langsung dan pelaburan hartanah secara tidak langsung. Walau bagaimanapun,

<sup>3</sup> Kementerian Kewangan Malaysia (2009), *Laporan Pasaran Hartanah 2009*. Kuala Lumpur: Kementerian Kewangan Malaysia, h. 8.

pelaburan hartanah secara langsung sama ada pelaburan secara Islam atau konvensional mempunyai ciri-ciri daya tarikan yang terhad kepada pelabur. Antaranya adalah masalah kecairan, nilai unit yang tinggi, keperluan dalam pengurusan dan memerlukan kos transaksi yang tinggi serta pengetahuan tentang pasaran hartanah.

Oleh yang demikian, bagi mengatasi kelemahan dalam pelaburan hartanah secara langsung tersebut, pelbagai jenis pelaburan hartanah secara tidak langsung diperkenalkan. Konsep pelaburan hartanah secara tidak langsung adalah mengumpul aset hartanah dengan pembelian saham atau unit dan dapat memiliki aset hartanah tersebut. Salah satu daripada instrumen pelaburan hartanah secara tidak langsung adalah REITs. REITs telah mula diperkenalkan sejak tahun 1960 oleh Amerika Syarikat untuk membuat pelaburan hartanah dalam skala besar, dan menghasilkan pendapatan yang boleh diperolehi oleh pelbagai pelabur termasuklah pelabur institusi mahupun pelabur runcit. Berikutan itu, Belanda memperkenalkan struktur hartanah tersenarai pada tahun 1969 diikuti dengan Belgium dan Turki pada tahun 1995<sup>4</sup>.

Kelebihan yang terdapat dalam REITs menjadikan ianya berkembang pesat di negara-negara maju seperti Australia, Kanada, Amerika Syarikat dan sebagainya. Berikutan itu, di Asia juga turut mengambil peluang dalam membangunkan industri REITs. Oleh itu, pada tahun 2001, Jepun telah memperkenalkan REITs dengan diikuti oleh Korea Selatan, Singapura dan Thailand<sup>5</sup>.

Berlainan dengan konteks Malaysia yang telah memperkenalkan REITs pada tahun 1989 yang dikenali dengan Property Trust Fund (PTF), tetapi sambutan dan

---

<sup>4</sup>National Treasury, Private Bag (2007), "Reforming The Listed Property Investment Sector in South Africa", (Kertas perbincangan National Treasury Republic of South Africa), h. 1.

<sup>5</sup> Seow E., Ong (2010), *Real Estate Investment Trust*. Singapore: Saw Centre for Quantitative Finance, h. 17.

penerimaan para pelabur adalah kurang. Hal ini disebabkan terdapat beberapa faktor penghalang untuk menarik para pelabur melaburkan wang mereka dalam sektor hartanah.

Namun begitu, rentetan dari kesedaran pentingnya sektor pelaburan hartanah yang dapat menyumbang kepada pembangunan ekonomi, Malaysia telah membangunkan semula pasaran pelaburan hartanah dengan penjenamaan semula PTF kepada REITs. Suruhanjaya Sekuriti (SC) telah menggubal rangka kerja dan garis panduan REITs supaya lebih efisien dan efektif untuk pelabur tempatan, pelabur asing dan syarikat<sup>6</sup>. Dari awal penubuhan REITs di Asia sehingga tahun 2009, terdapat 118 REITs yang merangkumi negara Jepun, Hong Kong, Singapura, Malaysia, Taiwan, Korea Selatan dan Thailand<sup>7</sup>. Kini, kewujudan pasaran REITs didominasi oleh Jepun, Singapura dan Hong Kong kira-kira 94 peratus daripada pasaran REITs Asia<sup>8</sup>.

Walau bagaimanapun, pendedahan pelabur terhadap REITs adalah masih kurang serta tidak ramai yang mengetahui instrumen pelaburan REITs. Ini kerana REITs bukan sahaja merupakan satu instrumen pelaburan baru di negara ini, tetapi juga merupakan instrumen pelaburan baru dalam dunia pasaran modal itu sendiri. REITs juga merupakan suatu perkara baru di kebanyakan negara maju termasuk di Jepun. Malahan di sesetengah negara Eropah ia suatu yang asing sehingga ada negara di benua itu tidak melaksanakan REITs<sup>9</sup>.

---

<sup>6</sup> Suruhanjaya Sekuriti (2006), *Laporan Tahunan Suruhanjaya Sekuriti 2006*. Kuala Lumpur: Suruhanjaya Sekuriti, h. 3-8.

<sup>7</sup> CBRE (2009), *REITs Around Asia 2H 2009*. (t.t) : CB Richard Ellis, Inc, h.3.

<sup>8</sup>Newell G., Osmadi, Atasya (2010), "Assessing The Importance Of Factors Influencing The Future Development of REITs In Malaysia", *Pacific Rim Property Research Journal*, Vol. 16 No. 3, 2010, h. 360.

<sup>9</sup> Mustafa Kamal Basri, *Pelaburan Hartanah Islam*, Utusan Malaysia Online, Khamis, April 19, 2007, 23 Ogos 2010.

### 1.3 Masalah Kajian

Pengenalan REITs membawa kepada satu penyelesaian masalah pembiayaan dalam perniagaan hartanah dan menyediakan pilihan pelaburan dengan pulangan yang tinggi kepada pelabur. Sejak dari penubuhan REITs Malaysia (M-REITs) pada tahun 2005, Suruhanjaya Sekuriti telah memperkenalkan banyak perubahan peraturan bagi garis panduan REITs untuk menggalakkan pertumbuhan, meningkatkan daya tarikan pelabur, menarik pelabur asing serta menggalakkan penyenaian REITs asing di Malaysia. Selain itu, Suruhanjaya Sekuriti juga turut memperkenalkan garis panduan I-REITs pada November 2005 untuk menarik para pelabur timur tengah melabur di Malaysia. Oleh itu, penulisan ini mengkaji bagaimanakah pelaksanaan I-REITs mampu berdaya saing dengan REITs konvensional serta meneliti permasalahan yang timbul dalam melaksanakan I-REITs. Di samping itu penulisan ini juga akan mengkaji sejauhmanakah pelaksanaan I-REITs bagi menjadikan ianya benar-benar mematuhi syariah?

Pasaran REITs Malaysia menyediakan kepelbagaian dalam produk hartanah bagi menarik para pelabur serta memberi peluang kepada pelabur yang mencari pelaburan hartanah berlandaskan syariah. Kepelbagaian ini khususnya dengan penubuhan garis panduan I-REITs dan diikuti dengan penubuhan tiga I-REITs yang menjalankan aktiviti pelaburan yang berbeza di Malaysia. Malaysia telah memperkenalkan I-REITs berasaskan hartanah penjagaan kesihatan (bangunan hospital) pertama di dunia oleh Al-‘Aqar KPJ REITs pada tahun 2006 dan hartanah perladangan Islam pertama di dunia oleh Al-Hadharah Boustead REITs pada tahun 2007. Selain itu juga penubuhan Axis REITs pada tahun 2005 telah diklasifikasi kepada I-REITs pada tahun 2008.



Pelaburan I-REITs berasaskan penjagaan kesihatan mampu menyumbang pulangan yang stabil kepada pelabur. Hal ini kerana Industri Kesihatan Malaysia berkembang pesat dengan pertumbuhan ekonomi yang stabil telah menyumbang kepada pembangunan rangkaian yang menyeluruh kepada hospital dan klinik. Peningkatan permintaan terhadap perkhidmatan di hospital-hospital milik swasta adalah ekoran dari peningkatan kesedaran dalam kalangan pengguna mengenai rawatan perubatan dan perkhidmatan yang lebih baik dan berkualiti, terutamanya di kawasan bandar. Oleh yang demikian hal ini mampu memberi impak yang positif kepada industri I-REITs berasaskan penjagaan kesihatan seperti Al-‘Aqar KPJ REITs.

Manakala bagi sektor pelaburan perladangan kelapa sawit yang diterajui oleh Al-Hadharah Boustead REITs turut menghasilkan pulangan yang stabil kepada pelabur. Hal ini kerana kelapa sawit merupakan penyumbang terbesar kepada pendapatan sektor pertanian negara. Permintaan terhadap minyak kelapa sawit dari dalam dan luar negara yang tinggi memberikan kesan terhadap pendapatan negara.

Walau bagaimanapun, sejauh manakah kekukuhan kedua-dua industri I-REITs berasaskan portfolio aset perladangan dan penjagaan kesihatan tersebut dari awal penubuhannya serta portfolio aset pelaburan yang manakah yang lebih berpotensi dalam keadaan ekonomi yang tidak menentu?

#### 1.4 Objektif

Objektif umum kajian ini adalah untuk menganalisis prestasi I-REITs, manakala objektif khusus pula adalah seperti berikut :

- 1) Menerangkan secara konsep pelaburan hartanah;
- 2) Menganalisis perbezaan teori dan aplikasi REITs dan I-REITs di Malaysia;
- 3) Mengkaji isu syariah yang wujud dalam pelaksanaan I-REITs dan penyelesaian menurut perspektif fiqh;
- 4) Menganalisis prestasi I-REITs dalam portfolio pelaburan hartanah yang berbeza.

#### 1.5 Kepentingan kajian

- 1) Dapat memberi pilihan kepada pelabur untuk melabur dalam pelaburan hartanah;
- 2) Pelabur dapat membandingkan pelaksanaan industri REITs dan I-REITs bagi membuat pelaburan;
- 3) Dapat mengetahui dengan lebih lanjut isu syariah yang terdapat dalam REITs;
- 4) Kajian ini dapat mengenal pasti keistimewaan pelaburan hartanah Islam;
- 5) Dapat mengenal pasti pulangan yang terdapat dalam pelaburan hartanah Islam.

## 1.6 Skop Kajian

Kajian ini memfokuskan kepada potensi I-REITs kepada pertumbuhan negara. Terdapat tiga I-REITs yang tersenarai di Bursa Malaysia Malaysia iaitu Al-‘Aqar KPJ REITs, Al-Hadharah Boustead REITs dan Axis REITs. Walau bagaimanapun, Axis REITs baru diklasifikasikan sebagai I-REITs pada akhir tahun 2008. Oleh itu, kajian ini hanya memfokuskan kepada dua buah syarikat yang menawarkan I-REITs sahaja iaitu Al-‘Aqar KPJ REITs dan Al-Hadharah Boustead REITs. Kedua-dua I-REITs tersebut menjalankan aktiviti portfolio pelaburan yang berbeza iaitu rangkaian pelaburan hartanah dalam penjagaan kesihatan (bangunan hospital) dan rangkaian pelaburan dalam bidang perladangan. Berikutan dari pengenalan I-REITs pada tahun 2005, tempoh kajian bagi melihat perkembangan dan prestasi I-REITs adalah bermula dari tahun 2006 sehingga 2009.

## 1.7 Metodologi Kajian

### 1.7.1 Metode Pengumpulan Data

Kajian ini menggunakan data sekunder berkaitan dengan prestasi I-REITs di Malaysia yang diambil daripada sumber yang berautoriti seperti penyata kewangan dan Laporan Tahunan Pasaran Harta, Laporan Ekonomi, Laporan Al-‘Aqar KPJ REITs dan Laporan Al-Hadharah Boustead REITs dari tahun 2006 sehingga 2009. Di samping itu juga, rujukan melalui jurnal, risalah, kertas kerja seminar, buku-buku, tesis, majalah, akhbar, serta bahan-bahan bacaan yang lain. Antara jurnal yang dirujuk adalah Jurnal Real Estate Literature, Jurnal Real Estate Research, Jurnal Real Estate finance and Economics, Jurnal Property Research, dan Jurnal Pacific Rim Property Research. Di

samping itu, beberapa buah perpustakaan dikunjungi bagi mendapatkan bahan kajian seperti Perpustakaan Utama Universiti Malaya, Perpustakaan Akademi Islam, Universiti Malaya, Perpustakaan Bank Negara Malaysia, Perpustakaan Institut Penilaian Negara (INSPEN), Perpustakaan Banking and Finance Islamic Institute (IBFIM), Perpustakaan Za'ba dan Perpustakaan Suruhanjaya Sekuriti.

### 1.7.2 Metode Penganalisaan Data

Penganalisaan data berdasarkan kaedah analisis nisbah kewangan. Tujuan utama menggunakan kaedah analisis nisbah kewangan adalah untuk menentukan pulangan, risiko dan kecairan syarikat yang menawarkan I-REITs. Di samping itu, kaedah analisis ini juga digunakan untuk mengenalpasti trend perkembangan I-REITs di Malaysia. Dengan kata lain, kaedah ini digunapakai untuk menilai keadaan kewangan I-REITs pada masa lepas dan pada masa kini berdasarkan matlamat yang telah ditetapkan dan berpandukan perbandingan antara prestasi Al-'Aqar KPJ REITs dan Al-Hadharah Boustead REITs.

Data utama yang digunakan untuk melihat perkembangan I-REITs adalah berdasarkan data yang diperolehi daripada laporan tahunan syarikat I-REITs dari tahun 2006 sehingga 2009. Laporan daripada luar negara juga dijadikan sebagai rujukan tambahan seperti *National Association of Real Estate Investment Trusts* (NAREITs), *The Trust Company* (Asia-Pacific REITs), *CB Research Ellis*, dan *European Public Real Estate Association* (EPRA).

Terdapat empat kaedah yang digunakan dalam analisis nisbah ini iaitu analisis arah aliran, perbandingan nisbah tahun semasa dengan nisbah tahun sebelumnya,

analisis nisbah berdasarkan purata industri dan analisis nisbah berdasarkan nisbah pesaing terdekat<sup>10</sup>. Walau bagaimanapun, dalam kajian ini penulis hanya menggunakan dua kaedah daripada empat kaedah nisbah kewangan tersebut, iaitu kaedah analisis arah aliran untuk melihat prestasi tahunan setiap syarikat dan kaedah analisis nisbah berdasarkan pesaing terdekat atau pemimpin industri untuk membandingkan prestasi antara Al-‘Aqar KPJ REITs dan Al-Hadharah Boustead REITs. Teknik analisis data yang digunakan adalah seperti berikut :

a) Analisis arah aliran

Kaedah ini dipilih kerana kaedah ini boleh merangkumi prestasi I-REITs bagi tiga hingga lima tahun. Selain itu, kaedah ini sesuai untuk menentukan sama ada prestasi serta kedudukan I-REITs mengalami arah aliran yang meningkat, menurun ataupun stabil. Nisbah-nisbah yang digunakan dalam kaedah ini adalah mengikut kumpulan-kumpulan nisbah berikut:

i) Nisbah Kecairan

Kecairan merujuk kepada betapa cekap dan cepat aset dapat ditukar kepada tunai. Nisbah kecairan ini digunakan untuk mengukur tahap kecairan I-REITs, iaitu keupayaan memenuhi tanggungjawab atau tuntutan liabiliti semasa. Dengan kata lain, kecairan sebuah syarikat merujuk kepada keupayaannya untuk menguruskan hutang bagi tempoh yang singkat, yang patut dibayar balik dalam tempoh segera. Nisbah kecairan lazimnya menggunakan nisbah semasa, nisbah cepat, dan nisbah tunai. Kemampuan I-REITs untuk menunaikan tanggungjawab kewangan jangka pendek dapat dilihat dengan merujuk kepada aset semasa dan liabiliti semasa<sup>11</sup>. Jika nisbah ini meningkat bermakna

---

<sup>10</sup> Faudziah Zainal Abidin *et al.* (2008). *Pengurusan Kewangan: Teori dan Aplikasi*, c. 6. Petaling Jaya, Selangor: Prentice Hall, hh. 55-78.

<sup>11</sup> *Ibid.*, h. 57.

I-REITs mampu untuk menanggung hutang jangka pendek. Tetapi nisbah yang terlalu tinggi tidak digalakkan kerana ia menandakan bahawa syarikat yang menawarkan I-REITs terlalu banyak melabur dalam aset semasa atau tidak menggunakan kemudahan kredit dengan sepenuhnya. Begitu juga dengan nisbah yang terlalu rendah kerana ancaman kebangkrutan akan meningkat jika hutang jangka pendek tidak dapat dibayar tepat pada masanya.

Nisbah semasa menilai kecairan secara umum. Lebih tinggi nisbah semasa, lebih baik keupayaan syarikat memenuhi obligasi jangka pendek apabila matang. Sekiranya nisbah semasa memberikan nilai lebih daripada 1.5, ini menunjukkan kestabilan sesebuah syarikat. Semakin tinggi (lebih daripada 1.5), semakin baik untuk syarikat. Walau bagaimanapun, jika terlalu tinggi nisbah semasa dapat diertikan bahawa aset semasa tidak digunakan sepenuhnya<sup>12</sup>.

Nisbah cepat pula adalah satu ukuran mudah tunai yang lebih konservatif berbanding nisbah semasa. Hal ini kerana, pengiraan nisbah cepat tidak mengambil kira inventori. Oleh itu, nisbah cepat tertumpu pada aset yang lebih cair dalam syarikat. Kebiasaannya, nilai nisbah cepat lebih dari 1.0, tetapi berbeza dari industri ke satu industri<sup>13</sup>.

Nisbah tunai menunjukkan amaun aset-aset cair yang dipegang oleh syarikat berbanding dengan jumlah liabiliti semasa yang mencerminkan kecairan yang sebenar. Pengiraan nisbah tunai tidak mengambil kira aset-aset semasa yang belum pasti dapat ditukarkan kepada tunai dalam tempoh yang singkat<sup>14</sup>.

---

<sup>12</sup> <http://www.investopedia.com/terms/d/debtratio.asp>, 9hb Januari 2011.

<sup>13</sup> <http://www.crfonline.org/orc/cro/cro-16.html>, 10hb Januari 2011.

<sup>14</sup> *Ibid.*

## ii) Nisbah leveraj

Leveraj kewangan akan wujud sekiranya syarikat menggunakan hutang sebagai salah satu sumber pembiayaan. Jumlah hutang yang digunakan akan memberikan impak yang positif dan negatif kepada syarikat. Jika syarikat mempunyai hutang yang banyak, hal ini berkemungkinan syarikat akan menghadapi kesukaran memenuhi obligasi kewangan. Oleh itu nisbah leveraj digunakan untuk mengukur keberkesanan pihak pengurusan mengguna dan menguruskan modal pinjaman serta membantu pelabur dalam menentukan tahap risiko sesebuah syarikat. Bagi mengukur leveraj kewangan sesebuah syarikat, analisis nisbah hutang dan nisbah hutang ekuiti akan digunakan.

Nisbah hutang menunjukkan peratusan aset yang dibiayai oleh hutang. Sekiranya peratusan nisbah hutang syarikat rendah, ini menunjukkan syarikat kurang bergantung kepada leveraj iaitu peminjaman wang atau berhutang. Semakin rendah peratusan nisbah hutang, semakin kurang syarikat menggunakan leveraj dan lebih kukuh kedudukan ekuitinya<sup>15</sup>. Sekiranya peratusan nisbah tinggi, syarikat mempunyai risiko yang tinggi.

Manakala nisbah hutang ekuiti pula merupakan nisbah yang mengukur amaun hutang bagi setiap ekuiti. Dengan kata lain, nisbah ini menunjukkan perkadaran ekuiti dan hutang yang digunakan oleh syarikat bagi membiayai aset. Jika nisbah tersebut lebih daripada satu beerti aktiviti tersebut dibiayai dengan hutang. Sekiranya nisbah tersebut kurang daripada satu ini menunjukkan ekuiti menyediakan sebahagian besar pembiayaan. Walau bagaimanapun, jika nilai nisbah hutang ekuiti tinggi (lebih dibiayai

---

<sup>15</sup> <http://www.investopedia.com/terms/d/debtratio.asp>, 9hb Januari 2011.

dengan hutang), maka syarikat berada dalam keadaan yang berisiko terutamanya apabila kadar faedah meningkat<sup>16</sup>.

### iii) Nisbah keberuntungan

Terdapat dua jenis nisbah keberuntungan iaitu margin keuntungan yang mengukur pencapaian berbanding jualan dan nisbah-nisbah pulangan yang mengukur pencapaian berbanding saiz pelaburan. Nisbah keberuntungan adalah untuk menunjukkan keberkesanan aktiviti urus niaga dan keupayaan syarikat dalam menjanakan keuntungan. Nisbah keberuntungan menggambarkan pencapaian operasi, risiko dan kesan leveraj. Bagi menganalisis syarikat yang menawarkan I-REITs, nisbah yang digunakan adalah nisbah pulangan iaitu ROA dan ROE yang mengukur pencapaian berbanding saiz pelaburan.

ROA adalah untuk mengukur daya pengeluaran segala modal yang dilaburkan di dalam syarikat<sup>17</sup>. Mengukur pulangan sebelum cukai dan juga faedah yang dioperolehi daripada penggunaan aset syarikat. Nisbah ini tidak mengambil kira ke atas ekuiti pemilik<sup>18</sup>. Nisbah yang tinggi menunjukkan syarikat dapat menghasilkan pulangan yang tinggi untuk setiap ringgit. ROE pula adalah untuk mengukur kecekapan syarikat menjanakan keuntungan kepada pelabur<sup>19</sup>. Nisbah ini untuk mengukur kadar keberuntungan syarikat. Ia melihat perkaitan antara keuntungan yang diperolehi dan jumlah ekuiti yang dilaburkan.

---

<sup>16</sup> <http://www.investopedia.com/university/ratios/debtequity.asp>, 9hb Januari 2011.

<sup>17</sup> Solution Matrix Ltd, <http://www.solutionmatrix.com/return-on-investment.html>, 20 Oktober 2010.

<sup>18</sup> Tengku. 174

<sup>19</sup> Shamsudin Ismail (1998), *Pengenalan Pengurusan Kewangan*. Kuala Lumpur: Dewan Bahasa dan Pustaka, h. 62.



- b) Analisis nisbah berdasarkan nisbah pesaing terdekat atau nisbah pemimpin industri.

Analisis nisbah ini adalah untuk mengetahui kedudukan Al-‘Aqar KPJ REITs dan Al-Hadharah Boustead REITs dari segi kemampuannya untuk bersaing. Analisis ini juga merupakan satu teknik dorongan yang boleh memanfaatkan kepentingan pemilik syarikat. Kaedah ini dipilih kerana ia sesuai untuk syarikat yang menjalankan lebih dari satu jenis perniagaan. Nisbah-nisbah yang digunakan dalam analisis ini adalah sama seperti nisbah yang digunakan dalam analisis arah aliran. Secara ringkasnya adalah seperti berikut :

Jadual 1.1: Kumpulan Nisbah Kewangan

<b>Kumpulan Nisbah</b>	<b>Nisbah Kewangan</b>	<b>Formula</b>
Nisbah kecairan	Nisbah semasa ( <i>current ratio</i> )  Nisbah cepat ( <i>quick ratio</i> )	$= \frac{\text{Aset Semasa}}{\text{Liabiliti Semasa}}$ $= \frac{\text{Aset Semasa} - \text{Inventori}}{\text{Liabiliti Semasa}}$
Nisbah Leveraj	Nisbah hutang ( <i>debt ratio</i> )  Nisbah hutang Ekuiti ( <i>debt-equity ratio</i> )	$= \frac{\text{Jumlah Hutang}}{\text{Jumlah Aset}}$ $= \frac{\text{Jumlah Hutang Jangka Panjang}}{\text{Jumlah Aset}}$
Nisbah Keberuntungan	Pulangan aset (ROA)  Pulangan ekuiti (ROE)	$= \frac{\text{Untung Bersih Selepas Cukai}}{\text{Jumlah Aset}}$ $= \frac{\text{Untung Bersih Selepas Cukai}}{\text{Ekuiti Biasa}}$

Sumber : Shamsudin Ismail (1998)

Jadual 1.2: Kegunaan Nisbah Kewangan

Kumpulan nisbah	Nisbah kewangan	Keterangan
Nisbah Mudah Tunai	Nisbah Semasa	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kemampuan firma mananggung hutang jangka pendek</li> </ul>
	Nisbah Cepat	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mencerminkan keadaan mudah tunai firma dengan lebih jelas</li> <li>• Kemampuan firma untuk membayar liabiliti semasa tanpa bergantung pada inventori.</li> </ul>
Nisbah Leveraj	Nisbah Hutang	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mengukur sejauh mana aset firma dibiayai melalui hutang.</li> </ul>
	Nisbah Hutang Ekuiti	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Perlindungan yang diberi kepada pemiutang jangka panjang dengan adanya pelaburan pemegang saham.</li> </ul>
Nisbah Keberuntungan	Pulangan atas Aset	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mengukur daya pengeluaran segala modal yang dilaburkan di dalam firma.</li> <li>• Kemampuan firma menghasilkan pulangan yang tinggi untuk setiap ringgit pelaburan dalam aset.</li> </ul>
	Pulangan atas Ekuiti	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mengukur kadar pulangan pelaburan para pemegang saham.</li> <li>• Mencerminkan kuasa perolehan pendapatan bagi pelaburan pemegang saham</li> </ul>

Sumber : Shamsudin Ismail (1998)

### 1.8 Sorotan Kajian

Kebanyakan pengkaji mengkaji prestasi REITs dalam pembangunan pasaran khususnya di Amerika Syarikat sejak lewat tahun 1970. Terdapat pelbagai penemuan kajian yang menjelaskan dan membuktikan REITs mempunyai potensi yang tersendiri berbanding

instrumen pelaburan lain yang mampu menyumbang kepada pertumbuhan ekonomi. Walau bagaimanapun, kajian yang dijalankan untuk REITs Malaysia adalah terhad terutamanya dalam industri I-REITs. Penulisan sorotan kajian ini dibahagikan kepada tiga bahagian iaitu pelaburan hartanah, REITs dan I-REITs.

a) Pelaburan hartanah

Pelaburan dalam hartanah memberikan lindung inflasi ketika berlaku peningkatan inflasi. Hal ini dibuktikan dalam kajian oleh Hartzell *et al.*<sup>20</sup> dengan menggunakan *appraisal- base return series*, mendapati hartanah mempunyai hubungan yang positif terhadap lindung nilai inflasi. Barkham *et al.*<sup>21</sup>, membuat kajian bagi menguji lindung nilai inflasi terhadap hartanah pada tempoh jangka pendek dan jangka panjang. Hasil kajian mendapati bahawa dalam tempoh jangka pendek pulangan hartanah dan inflasi yang dijangka adalah berhubung negatif. Manakala dalam tempoh jangka panjang terdapat satu kecenderungan untuk pulangan hartanah memberikan lindung nilai inflasi yang dijangka.

Steinert, M. *et al.*<sup>22</sup> mengkaji berkaitan ciri-ciri pasaran hartanah dan prestasi hartanah terhadap persekutitan institusi hartanah seluruh dunia dan perbandingan tahap keumpulan dalam pasaran hartanah antarabangsa yang disekuritikan. Kajian ini juga mengkaji peruntukan pelabur semasa dalam kepelbagaian portfolio dan mencadangkan peruntukan portfolio optimum 10 hingga 20 peratus. Hasil kajian mendapati pelabur mampu mendapat kepelbagaian lebih lanjut melalui pengenalan peruntukan hartanah antarabangsa kepada portfolio pelaburan.

---

<sup>20</sup>Hartzell, D. *et al.* (1987), "Real Estate as a Hedge Against Inflation", *AREUEA Journal*, Vol. 15 No. 1, hh. 617-637.

<sup>21</sup>Barkham, R.J. *et al.* (1996), "The Inflation Hedging Characteristics of Property and Property Securities in the United Kingdom", *Journal of Property Finance*, Vol. 7 No. 1, hh. 62-76.

<sup>22</sup>Steinert, M. dan Scott Crowen (2001), "Global Real Estate Investment: Characteristics, Optimal Portfolio Allocation and Future Trends", *Pacific Rim Property Research Journal*, Vol. 7 No. 4 2001, hh. 223-239.

Hishamuddin Mohd Ali<sup>23</sup>, dalam kajiannya membincangkan kesan-kesan bagi jumlah asset untuk prestasi yang disenaraikan dalam saham hartanah dengan memandang implikasi-implikasi bagi saiz syarikat hartanah sebenar dan mengenal pasti hubungan antara saiz firma dan risiko tak bersistem saham hartanah. Kajian ini menggunakan tiga puluh saham hartanah dipilih secara rawak daripada Bursa Malaysia dan dibahagikan kepada tiga kumpulan yang berdasarkan saiz iaitu kumpulan permodalan yang besar, sederhana dan kecil. Hasil menunjukkan permodalan besar saham-saham hartanah mempunyai prestasi lebih baik daripada saham hartanah lain dengan keuntungan lebih tinggi dan risiko rendah dalam peruntukan dengan aset-aset bercampur. Kajian itu juga mendapati terdapat satu perhubungan negatif antara saiz dan risiko tak bersistem di mana lebih besar saiz firma, risiko tak bersistem berada lebih rendah.

Newell G. dan Muhammad Najib Razali<sup>24</sup>, kajiannya mengenai transaksi-transaksi hartanah komersial global dalam 2007-2008 dalam menilai kesan global krisis kewangan terhadap pelaburan hartanah komersial di Asia. Hasil kajian mendapati transaksi pasaran hartanah global menurun kepada 51 peratus. Pasaran hartanah Asia menunjukkan penurunan sebanyak 12 peratus dengan penurunan -11 peratus oleh negara China dan -15 peratus bagi Jepun. Walau bagaimanapun, terdapat beberapa negara Asia yang menunjukkan peningkatan dalam transaksi pasaran hartanah iaitu Korea Selatan, India, dan Malaysia.

---

<sup>23</sup> Hishamuddin Mohd Ali (2006), "Size Effect on the Performance of Listed Real Estate Companies", (Kertas Kerja dibentangkan di Simposium International Real Estate Research (IRERS), PWTC Kuala Lumpur, 11-13<sup>th</sup> April 2006).

<sup>24</sup> Newell, G. dan Muhammad Najib Razali (2009), "The Impact Of The Global Financial Crisis On Commercial Property Investment in Asia", *Pacific Rim Property Research Journal*, Vol. 15 No. 4, 2009, hh. 430-452.

## b) REITs

Sejak tahun 1970 terdapat banyak penyelidikan yang mengkaji prestasi REITs dan telah memberi sumbangan yang besar kepada pemahaman tentang instrumen pelaburan hartanah. Antara kajian terhadap penilaian prestasi REITs pada akhir 1960 hingga awal 1970. Smith dan Shulman<sup>25</sup> dalam kajiannya membandingkan prestasi enam belas REITs bagi indeks S&P, akaun simpanan dan lima belas dana tertutup dalam tempoh tahun 1963-1974. Kajian mendapati bahawa REITs menunjukkan prestasi yang stabil berbanding akaun simpanan dan indeks S&P untuk tempoh 1963-1973. Namun, prestasi REITs pada tahun 1974 menurun berbanding dengan indeks S&P. Penemuan kajian ini juga turut disokong oleh Kuhle dan Walther<sup>26</sup> yang menunjukkan prestasi REITs tidak stabil di awal pertengahan tahun 1970.

Titman dan Warga<sup>27</sup> telah menjalankan kajian tentang penggunaan pulangan saham sebagai jangkaan untuk meramal kadar faedah dan inflasi. Data yang digunakan ialah REITs, di mana ia merupakan pasaran yang sensitif kepada perubahan kadar faedah dan inflasi. Tempoh data yang digunakan dalam kajian ini ialah dari tahun 1976 hingga 1984. Hasil kajian mereka mendapati bahawa perubahan kadar faedah masa depan mempunyai hubungan positif dengan pulangan saham semasa. Kadar faedah iaitu kadar bil perbendaharaan dan inflasi digunakan sebagai pembolehubah bersandar manakala REITs sebagai pembolehubah bebas.

---

<sup>25</sup> Smith, K.V. dan Shulman D. (1976), "The Performance of Equity Real Estate Investment Trusts", *Financial Analysts Journal*, Vol. 32 No.5, September-Oktober 1976, hh. 61-66.

<sup>26</sup> Kuhle, J. L., dan C. H. Walther (1986), "REITs vs. Common Stock investments: An Historical Perspective: A Survey of Performance Results, 1973-1984", *Real Estate Finance*, Vol. 3 No. 1, 1986, hh. 477-52.

<sup>27</sup> Titman, S. dan Warga, A. (1989), "Stock Returns as Predictors of Interest Rates and Inflation", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 24 No. 1, hh. 47-58.

Clayton dan Mackinnon<sup>28</sup> pula mengkaji faktor sensitiviti pulangan REITs bagi tempoh 1979 sehingga 1998. Kajian mendapati bahawa sensitiviti dan kolerasi pulangan REITs dengan permodalan saham besar, permodalan saham kecil dan bon menunjukkan penurunan pada tahun 1990. Keputusan kajian menunjukkan bahawa risiko REITs akan berubah dari semasa ke semasa dan pengurus portfolio perlu berhati-hati dalam memantau perkadaran REITs. Menurut John *et al.*<sup>29</sup>, REITs lebih bersifat seperti bon atau instrumen pendapatan tetap dan tidak mempunyai kointegrasi dengan pasaran saham sebelum tahun 1992. Namun selepas tahun 1992, REITs mempunyai kekuatan pasaran sama seperti saham. Kajian oleh Han dan Liang<sup>30</sup> juga turut mengkaji prestasi REITs untuk jangka panjang bagi tempoh 1970 sehingga 1993. Keputusan kajian menunjukkan bahawa prestasi portfolio REITs adalah konsisten dengan pasaran sekuriti bagi tempoh 1970 sehingga 1993.

Manakala, Basse T. juga mengkaji berkaitan prestasi pasaran REITs semasa berlakunya krisis ekonomi pada tahun 2007 dan 2008<sup>31</sup>. Penemuan kajian mendapati bahawa REITs dan saham Amerika Syarikat mengalami satu perubahan besar pada Februari 2007. Keputusan menunjukkan bahawa melabur dalam Amerika Syarikat REITs lebih berisiko relatif terhadap pelaburan disaham utiliti.

Dalam konteks kajian di Malaysia, Kok dan Khoo<sup>32</sup> meneliti prestasi dan risiko sistematik bagi tiga amanah harta tersenarai, iaitu Arab Malaysian First Property Trust

---

<sup>28</sup> Clayton, Jim dan MacKinnon, Greg (2001), "The Time-Varying Nature of the Link Between REITs, Real Estate and Financial Asset Returns", *Journal of Real Estate Portfolio Management*, Vol. 7 No. 1, hh. 43-54.

<sup>29</sup> John L.G. *et al.* (2000), "Further Evidence on the Integration of REITs, Bond and Stock Returns", *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 20 No. 2, hh. 177-194.

<sup>30</sup> Han, Jun dan Liang, Youguo (1995), "The Historical Performance of Real Estate Investment Trusts", *The Journal of Real Estate Research*, Vol. 10 No.3, 1995, hh. 235-262.

<sup>31</sup> Basse, T. *et.al.* (2009), "REITs and The Financial Crisis: Empirical Evidence From The U.S". *International Journal of Business and Management*, Vol. 4 No. 11, November, 2009.

<sup>32</sup> Kok, K.K. dan Khoo, K.L. (1995), "Performance of Property Trusts in the Kuala Lumpur Stock Exchange", *Capital Markets Review*, Vol. 3, hh. 1-19.

(AMFPTs), First Malaysia Property Trust (FMPTs) dan Amanah Harta Tanah PNB (AHP) pada Januari 1991 sehingga April 1995. Penemuan daripada kajian tersebut mendapati FMPTs mengatasi amanah harta tersenarai lain dan menunjukkan prestasi portfolio pasaran yang baik dalam tempoh tersebut. Risiko-risiko sistematik yang terdapat dalam amanah harta tersenarai lebih rendah sebelum tempoh spekulasi. Bagaimanapun, selepas tempoh tersebut, risiko-risiko sistematik kembali lebih tinggi daripada pasaran. Pengkaji juga mendapati bahawa kedudukan risiko sistematik amanah hartanah tersenarai adalah tidak konsisten dari masa ke masa.

Kajian oleh Ting<sup>33</sup> juga turut membincangkan perkembangan Listed Property Trust (LPTs) bagi tempoh tahun 1991 sehingga 1998 melalui perbandingan dengan saham (KLCI, hartanah, dan sub sektor indeks perladangan) dan pelaburan hartanah kediaman secara langsung di Malaysia. Hasil penemuan mendapati AHP dan FMPTs mempunyai prestasi yang lebih baik berbanding saham tetapi sangat meruap pada kadar sisihan piawai antara 70.46-218.88 untuk jangka masa 1991-1998. Penemuan di atas juga turut disokong oleh Hishamuddin *et al.*<sup>34</sup> yang menganalisis perbandingan LPTs dengan kelas aset lain dari tahun 1992-2001 berdasarkan data bulanan. Hasil kajian menunjukkan LPTs mempunyai pulangan dan risiko yang tinggi berbanding kelas aset lain.

Seterusnya Newell, G. *et al.*<sup>35</sup> dalam kajiannya menganalisis prestasi amanah hartanah tersenarai, iaitu AMFPTs, FMPTs, AHP dan Mayban Property Trust Fund One dalam tempoh 1991-2000. Berdasarkan pengukuran purata pulangan tahunan, penulis

---

<sup>33</sup> Ting, K. H. (1999), "Listed Property Trusts in Malaysia: A Comparative Performance Analysis", *Journal of Valuation and Property Services*, Vol. 2 No. 1, hh. 3-12.

<sup>34</sup> Hishamuddin *et al.* (2003), "An Analysis of Portfolio Allocation for Listed Property Trusts: The Malaysian Experience" (*In International Convention on Urban Development & Management (ICUDM)*, 7-9 July 2003, Langkawi, Malaysia).

<sup>35</sup> Newell, G. *et al.* (2002), "Listed Property Trusts in Malaysia", *Journal of Real Estate Literature*, Vol. 10 No. 1, hh. 109-118.

menemukan hanya AHP mengatasi Kuala Lumpur Composite Index, Kuala Lumpur Properties Index dan Kuala Lumpur Office Property Index selama tempoh tersebut.

Berdasarkan pemerhatian daripada kajian yang telah dijalankan oleh penyelidik di bawah LPTs kurang mendapat sambutan daripada pelabur sejak penubuhannya sehinggalah pengenalan kepada REITs pada tahun 2005. Kajian oleh Janice *et al.*<sup>36</sup>, yang membahaskan mengenai kurangnya sambutan dari pelabur institusi dalam LPTs dan keadaan pelaburan yang dikehendaki mereka untuk menyertai pasaran REITs baru. Penemuan dari kajian ini mendapati jumlah perdagangan yang kecil, kenaikan modal dan hasil dividen yang rendah, serta pengurusan portfolio yang lemah adalah faktor penghalang penglibatan pelabur institusi dalam pasaran LPTs. Di samping itu, menurut Joseph *et al.*<sup>37</sup> kerajaan mempunyai satu peranan penting dalam memajukan pasaran REITs agar terus berkembang serta membawa kecanggihan yang lebih besar kepada pasaran hartanah.

Selain itu, pelaburan institusi juga memainkan satu peranan yang penting dan bukti mendedahkan di mana penyertaan aktif mereka membawa faedah bagi meluaskan lagi pasaran REITs. Hal ini disokong melalui kajian oleh Wang *et al.*<sup>38</sup>, pelabur institusi mempunyai kepakaran dan lebih bersedia untuk menyediakan sumber-sumber bagi memantau pelaburan mereka. Pemantauan yang lebih dekat, menjadi insentif bagi REITs untuk meningkatkan prestasi yang lebih baik. Manakala Chan *et al.*<sup>39</sup> juga

---

<sup>36</sup> Janice Y.M. *et al.* (2005), "The New Real Estate Investment Trusts In Malaysia: Lessons From Listed Property Trusts" (Centre for Real Estate Research and Department of Property Management University Technology Malaysia, Skudai. 1st Annual Conference and General Meeting REER 2005, 26-27 September 2005, UTM KL City Campus).

<sup>37</sup> Ooi, Joseph T.L. *et al.* (2006), "The Growth of REITs Markets in Asia", *Journal of Real Estate Literature*, Vol. 14 No. 2, 2006, hh. 202-222.

<sup>38</sup> Wang, K. *et al.* (1995), "Does the REIT Stock Market Resemble the General Stock Market?", *Journal of Real Estate Research*, Vol. 10 No. 4, hh. 445-460.

<sup>39</sup> Chan, S.H. *et al.* (1998), "Institutional Investment in REITs: Evidence and Implications", *Journal of Real Estate Research*, Vol. 16 No. 3, hh. 357-374.



berpendapat bahawa pelabur institusi mempunyai kawalan yang lebih baik dan kemampuan untuk memantau REITs yang kemudiannya mampu meningkatkan nilai REIT tersebut. Ting<sup>40</sup> juga menyokong pelabur institusi memainkan peranan penting dalam perkembangan REITs.

Kajian oleh Ting dan Mohd Yunus<sup>41</sup>, menganalisis pulangan dividen REITs/LPTs di Malaysia dalam keadaan ekonomi semasa. Berdasarkan sampel penyenaiaan amanah hartanah dari tahun 1989 hingga 2005 mendapati bahawa dividen REITs memberi sumbangan yang signifikan terhadap jumlah pulangan REITs.

Rozali dan Hamzah<sup>42</sup> pula mengkaji berkaitan prestasi dan risiko sistematik amanah harta tersenarai di Malaysia untuk tempoh 1995 sehingga 2005. Kajian ini menggunakan Indeks Sharpe dan Indeks Treynor mengukur prestasi amanah hartanah tersenarai. Secara umumnya amanah hartanah tersenarai mengatasi portfolio pasaran semasa berlakunya krisis tetapi berlaku keadaan sebaliknya dalam tempoh pra krisis dan pasca krisis. Kajian ini juga mendapati purata risiko sistematik amanah harta tersenarai lebih tinggi sedikit daripada portfolio pasaran semasa krisis dan pra krisis tetapi nyata lebih rendah dalam tempoh pasca krisis. Kajian ini juga turut disokong oleh Ahmad Husni Hamzah *et al.*<sup>43</sup> di mana M-REITs menunjukkan prestasi yang stabil semasa krisis kewangan pada tahun 1997-1998. Namun selepas daripada tempoh krisis iaitu pada tahun 1998-2005, M-REITs mengalami prestasi yang menurun. Hasil kajian

---

<sup>40</sup> Ting, K.H. (2000), "The Listed Property Trust Industry in Malaysia: Factors Constraining its Growth and Development", *Journal of Valuation and Property Services* Vol. 3 No.1, hh. 55-63.

<sup>41</sup>Ting., K.H., Mohd Yunus (2007), "Stability of Dividends and FFOs: The Case of REITs in Malaysia" (Kertas Kerja dibentangkan di Seminar Pacific Rim Real Estate Society ke 13<sup>th</sup>, Annual Fremantle, Perth, Australia, 21-24 Januari 2007).

<sup>42</sup> Rozali, M. B., Hamzah, A.H. (2006), "The Performance of Listed Property Trusts in Malaysia: An Empirical Investigation" (Kertas Kerja dibentangkan di Seminar 12th Pacific Rim Real Estate Society, Auckland, New Zealand)

<sup>43</sup> Ahmad Husni Hamzah *et al.* (2010), "Empirical Investigation on the Performance of the Malaysian Real Estate Investment Trusts in Pre-Crisis, During Crisis and Post-Crisis Period", *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 2 No. 2, 2010.

menunjukkan purata risiko sistematik bagi REITs lebih tinggi sedikit daripada portfolio pasaran semasa pra krisis dan semasa tempoh krisis lebih rendah daripada pasca krisis. Dalam tempoh pra krisis, REITs mencatatkan beta lebih tinggi dalam lingkungan 0.896 hingga 1.259. Manakala semasa tempoh krisis purata beta adalah pada 1.047 dan pada pasca krisis 0.519 yang menunjukkan risiko sistematik lebih rendah daripada portfolio pasaran.

Berdasarkan kajian oleh Chyi Lin Le dan Ting, K.H.<sup>44</sup>, berkaitan dengan peranan saham hartanah dan REITs Malaysia dalam portfolio percampuran aset bagi tempoh tahun 1991 hingga 2006 mendapati saham hartanah tidak memberikan faedah kepelbagaian mahupun peningkatan pulangan dalam portfolio. Ini menunjukkan saham hartanah kurang menawarkan pengurangan risiko dan peningkatan pulangan untuk portfolio percampuran. Manakala portfolio REITs memberikan manfaat kepelbagaian dan peningkatan pulangan. Selain itu, kajian yang terbaru oleh Ong, T.S *et al.*<sup>45</sup> mengkaji prestasi M-REITs berdasarkan pendekatan nilai aset bersih (*Net Asset Value, NAV*) dari tempoh tahun 2005 hingga 2010. Hasil kajian mendapati Amanah Hartanah PNB 2 mempunyai nilai NAV terendah di antara tiga belas REITs di Malaysia.

### c) I-REITs

Terdapat beberapa kajian yang membahaskan berkaitan I-REITs di Malaysia, akan tetapi ianya masih kurang diperbincangkan. Antara kajian awal oleh Osmadi<sup>46</sup> iaitu

---

<sup>44</sup>Chyi, L.L., dan Ting, K.H. (2008), "Securitized Real Estate in a Mixed-asset Portfolio: The Case of Malaysia" (Kertas Kerja dibentangkan di Seminar Pacific Rim Real Estate Society ke 14<sup>th</sup>, Hotel Istana, Kuala Lumpur, 21-23 Januari 2008).

<sup>45</sup> Ong T.S *et al.* (2011), "A Study on the Performance of Malaysian Real Estate Investment Trusts from 2005-2010 by Using Net Asset Value Approach", *International Journal of Economics and Research*, Vol. 2 No.1, 2011, hh.1-15.

<sup>46</sup>Osmadi, Atasya (2007), "REITs: A New Property Dimension to Islamic Finance" (Kertas Kerja dibentangkan di 13<sup>th</sup> Pacific-Rim Real Estate Society Conference Fremantel, Western Australia, 21-24 January 2007).

kajian terhadap dimensi baru bagi pelaburan hartanah kepada kewangan Islam. Kajian ini juga menganalisis PTF dan REITs di Malaysia dari tahun 1989 hingga 2006. Menurut kajian tersebut, kefahaman pelabur yang kurang terhadap PTF, keadaan ekonomi yang tidak menentu dan garis panduan yang terhad merupakan faktor penghalang terhadap prestasi PTF dan REITs di Malaysia. Pengurusan dan kualiti percampuran aset dalam lokasi menyokong peningkatan prestasi yang lebih baik.

Dalam pelaburan hartanah Islam, terdapat juga masalah berkaitan dengan percampuran aktiviti yang dibenarkan dan tidak dibenarkan oleh Islam. Kajian oleh Asyraf Wajdi Dusuki<sup>47</sup> dan Shamsiah dan Nor Fahima<sup>48</sup>, menjelaskan peraturan yang ditetapkan bagi memastikan I-REITs mematuhi syariah. Pertama, I-REITs harus mengelakkan aktiviti sewa haram seperti perkhidmatan kewangan berasaskan faedah, pengeluaran atau pengedaran produk yang tidak halal (alkohol, tembakau, dan daging babi) dan aktiviti hiburan (judi dan pelacuran). Kedua, hal kegiatan aktiviti bercampur, sewa yang dibenarkan mestilah tidak melebihi 20 peratus daripada jumlah keseluruhan perolehan pendapatan. Keempat, tidak dibenarkan menerima penyewa baru apabila jelas bahawa penyewa tersebut terlibat dalam kegiatan yang tidak dibenarkan. Kelima, I-REITs harus menggunakan takaful bagi perlindungan hartanah. Di samping itu, I-REITs dibenarkan untuk menyertai jualan hadapan dan belian matawang. Selain itu kajian oleh dan Ting dan Abdul Rahman<sup>49</sup> juga turut membincangkan ciri-ciri REITs yang

---

<sup>47</sup> Asyraf Wajdi Dusuki (2007), "Practice and Prospect of Islamic Real Estate Investment Trusts (I-REITs) in Malaysian Islamic Capital Market" (Kertas Kerja dibentangkan di Seminar Antarabangsa Islamic Capital Markets: Regulations, Products and Practices with Relevance to Islamic Banking and Finance, Organised by Islamic Research and Training Institute (IRTI), Islamic Development Bank, 27<sup>th</sup>-29<sup>th</sup> August 2007, Jakarta).

<sup>48</sup> Shamsiah Mohammad dan Nor Fahima Mohd Razif (2009), "Instrumen Pasaran Modal Islam Di Malaysia Tumpuan Kepada Sekuriti Patuh Syariah, Sukuk dan REITs Islam" (Kertas Kerja dibentangkan di Seminar Ekonomi Islam Peringkat Kebangsaan, Akademi Pengajian Islam, Universiti Malaya, 10-11 Februari 2009).

<sup>49</sup> Ting, K. H. dan Abdul Rahman Md. Nor (2007), "Islamic REITs: A Syariah-Compliant Investment Option" (Kertas Kerja dibentangkan di Seminar 12<sup>th</sup> Asian Real Estate Society, Macau Tower, Macau, China, 9-12 July 2007).

mematuhi syariah berdasarkan kajian secara umum di Al-‘Aqar KPJ REITs dan Al-Hadharah Boustead REITs.

Manakala Ibrahim dan Ong<sup>50</sup> mengkaji kos pematuhan prinsip-prinsip pelaburan Islam dengan menggunakan REITs sebagai satu sampel alat pelaburan Islam. Kajian ini membandingkan portfolio I-REITs sintetik dengan portfolio REITs yang tidak terbatas, indeks-indeks dan dana hartanah. Penemuan kajian mendapati pulangannya lebih rendah tetapi berpendapat tidak bermakna portfolio I-REITs menunjukkan prestasi yang kurang memuaskan apabila berkaitan dengan faktor risiko.

Kajian oleh Noriza Mohd Saad<sup>51</sup> mengenai perbandingan antara REITs dan I-REITs melalui hubungan antara risiko dan pulangan dengan pembolehubah dalam portfolio. Hasil kajian mendapati bahawa prestasi REITs konvensional lebih baik berbanding I-REITs dari sudut pulangan tetapi risiko I-REITs berada lebih rendah berbanding REITs. Bagaimanapun, I-REITs masih baru dan nombor data perangkaan dan dana adalah terhad. Oleh kerana itu terlalu awal bagi menyatakan REITs adalah lebih baik berbanding dengan I-REITs.

Newell dan Osmadi<sup>52</sup> membuat penyelidikan bagi M-REITs dalam menaksir pembangunan I-REITs dan prestasi risiko terlaras dan faedah-faedah kepelbagaian portfolio I-REITs pada tahun 2006-2008. Kajian ini khususnya membandingkan prestasi I-REITs dan REITs konvensional dalam tempoh penubuhan dan semasa krisis

---

<sup>50</sup> Faisal Ibrahim, Ong, Seow E., (2008), “Shariah Compliance in Real Estate Investment”, *Journal of Real Estate Portfolio Management*, Vol. 14 No. 4, Oktober-Disember 2008, hh. 401-414.

<sup>51</sup> Noriza Mohd Saad dan Nuradli Ridwan Shah Mohd Dali (2009), “Real Estate Investment Trust (REITs) Performance in Malaysia: Islamic Versus Conventional Perspectives” (Kertas Kerja dibentangkan di Seminar Islamic Economics System (iECONS 2009), Universiti Sains Islam Malaysia, 16-17<sup>th</sup> Julai 2009).

<sup>52</sup> Newell, G. and Osmadi, Atasya (2009), “The Development and Preliminary Performance Analysis of Islamic REITs in Malaysia”, *Journal of Property Research*”, Vol. 26 No. 4, December 2009, hh. 329-347.

kewangan global pada tahun 2008. Keseluruhan, I-REITs dilihat berbeza dengan REITs konvensional, serta mempamerkan ciri-ciri keteguhan risiko yang rendah dan faedah-faedah kepelbagaian portfolio. Menurutny lagi<sup>53</sup>, faktor yang paling penting tentang perkembangan masa depan M-REITs adalah dari sudut percukaian, penyediaan perkhidmatan professional, penyediaan hartanah yang berkualiti dan lokasi yang strategik, serta rangka kerja undang-undang, penambahbaikkkan perkhidmatan professional dan membangunkan strategi-strategi untuk meningkatkan pertumbuhan M-REITs serta meningkatkan penerimaan pelabur-pelabur hartanah antarabangsa.

Manakala Abdulazeem Abozaid<sup>54</sup> dalam kajiannya menilai semula garis panduan I-REITs yang dikeluarkan oleh SC berkaitan dengan perolehan hartanah yang sedia ada penyewa dan penyewaan hartanah kepada penyewa baru. Hasil daripada penelitian penulis berpendapat aktiviti utama penyewa mestilah dibenarkan dalam Islam dan sewaan bagi yang sedia ada penyewa menjalankan aktiviti yang tidak dibenarkan mestilah tidak lama. Di samping itu, bagi penyewa yang baru dan menjalankan aktiviti haram mestilah beransur-ansur membuat pindahan kepada aktiviti yang mematuhi syariah. Selain itu, hasil pendapatan daripada penyewa yang menjalankan aktiviti yang tidak patuh itu mestilah disalurkan bagi kebajikan.

Secara keseluruhannya hasil daripada pemerhatian kajian lepas berkaitan M-REITs, Kok dan Kho (1995), Newell, Ting dan Acheampong (2002), Rozali dan Hamzah (2006), Ahmad Husni Hamzah *et al.* (2010), mengkaji berkaitan prestasi PTF di Malaysia dari konteks keadaan krisis ekonomi dan risiko. Manakala Ting (1999) dan Hishamuddin *et al.* (2003), membuat perbandingan dari segi prestasi dan risiko amanah

---

<sup>53</sup> Newell, G., Osmadi, Atasya (2010), "Assessing The Importance of Factors Influencing The Future Development of REITs in Malaysia", *Pacific Rim Property Research Journal*, Vol. 16 No. 3, 2010, hh. 358-373.

<sup>54</sup> Abozaid, Abdulazeem (2007), "Examining the Malaysian Shariah Guidelines" (Kertas Kerja dibentangkan di Seminar Antarabangsa Pasaran Modal Islam, Jakarta, 27-29 Ogos 2007).

pelaburan hartanah dengan kelas aset lain. Manakala penyelidikan oleh Ong, T.S *et al* mengkaji prestasi keseluruhan M-REITs berdasarkan nilai aset bersih.

Manakala penyelidikan berkaitan dengan I-REITs di Malaysia pula, Osmadi (2007), Asyraf Wajdi Dusuki (2007), Ting dan Abd Rahman (2007) dan Shamsiah dan Nor Fahima (2009) lebih menerangkan berkaitan dengan konsep amanah pelaburan hartanah Islam. Kajian oleh Ibrahim dan Ong (2008), Noriza Mohd Saad (2009) dan Newell dan Osmadi (2009) membandingkan prestasi I-REITs dan REITs dari sudut pulangan dan risiko. Manakala Abdulazeem Abozaid (2007), lebih mengkaji berkaitan garis panduan I-REITs yang dikeluarkan oleh SC.

Oleh itu, kajian ini mengkaji dengan lebih lanjut berkaitan I-REITs dan memfokuskan kepada perbandingan prestasi I-REITs yang menjalankan aktiviti portfolio hartanah yang berbeza iaitu bangunan hospital dan perladangan. Perbandingan tersebut adalah berdasarkan aspek kecairan, keberuntungan dan hutang.

Secara ringkasnya seperti berikut :

Jadual 1.3: Ringkasan sorotan kajian

Bil	Penulis	Tahun	Hasil
<b>Pelaburan Hartanah</b>			
1	Hartzell <i>et al.</i>	1987	<ul style="list-style-type: none"> <li>Hartanah mempunyai hubungan yang positif terhadap lindung nilai inflasi.</li> </ul>
2	Sheridan Titman dan Arthur Warga	1989	<ul style="list-style-type: none"> <li>REITs sensitif kepada perubahan kadar faedah dan inflasi.</li> </ul>
3	Barkham <i>et al.</i>	1996	<ul style="list-style-type: none"> <li>Tempoh jangka pendek pulangan hartanah dan inflasi yang dijangka adalah berhubungungan negatif.</li> <li>Tempoh jangka panjang terdapat satu kecenderungan untuk</li> </ul>

			pulangan hartanah memberikan lindung nilai inflasi yang dijangka.
4	Steinert, Mark dan Scott Crowe	2001	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Pelabur mampu mendapat kepelbagaian dalam pelaburan hartanah.</li> </ul>
5	Hishamuddin Mohd Ali	2006	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Permodalan besar saham hartanah mempunyai prestasi yang lebih baik dengan keuntungan tinggi dan risiko yang rendah.</li> </ul>
6	Graeme Newell dan Muhammad Najib Razali	2009	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Transaksi pasaran hartanah global menurun kepada 51 peratus.</li> <li>• Pasaran hartanah Asia menunjukkan penurunan sebanyak 12 peratus.</li> </ul>
<b>Amanah Pelaburan Hartanah (REITs)</b>			
7	Smith dan Shulman	1976	<ul style="list-style-type: none"> <li>• REITs menunjukkan prestasi yang stabil berbanding akaun simpanan dan indeks S&amp;P untuk tempoh 1963-1973.</li> </ul>
8	Kuhle dan Walther	1986	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Prestasi REITs tidak stabil di awal pertengahan tahun 1970.</li> </ul>
9	Han dan Liang	1995	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mengkaji prestasi REITs untuk jangka panjang bagi tempoh 1970 sehingga 1993. Keputusan kajian menunjukkan bahawa prestasi portfolio REITs adalah konsisten dengan pasaran sekuriti bagi tempoh 1970 sehingga 1993.</li> </ul>
10	Wang, <i>et al.</i>	1995	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Pelabur institusi mempunyai kepakaran dan lebih bersedia untuk menyediakan sumber-sumber bagi memantau pelaburan mereka.</li> </ul>
11	Chan, <i>et al.</i>	1998	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Pelabur institusi mempunyai kawalan yang lebih baik dan kemampuan untuk memantau REITs yang kemudiannya mampu meningkatkan nilai REIT tersebut.</li> </ul>
12	John L. Glascock <i>et al.</i>	2000	<ul style="list-style-type: none"> <li>• REITs lebih bersifat seperti bon atau instrumen pendapatan tetap dan tidak mempunyai kointegrasi dengan pasaran saham sebelum tahun 1992.</li> <li>• Namun selepas tahun 1992, REITs mempunyai kekuatan pasaran sama seperti saham.</li> </ul>
13	Clayton dan Mackinnon	2001	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Sensitiviti dan kolerasi pulangan</li> </ul>

			REITs dengan permodalan saham besar, permodalan saham kecil dan bon menunjukkan penurunan pada tahun 1990.
14	Basse T., <i>et al.</i>	2009	<ul style="list-style-type: none"> <li>• REITs mengalami perubahan besar pada Feb 2007.</li> </ul>
Kajian di Malaysia			
15	Kok, K.K. dan Khoo, K.L.	1995	<ul style="list-style-type: none"> <li>• FMPTs menunjukkan prestasi portfolio pasaran yang baik.</li> <li>• Risiko tidak konsisten dari semasa ke semasa.</li> </ul>
16	Ting, K. H.	1999	<ul style="list-style-type: none"> <li>• AHP dan FMPT mempunyai prestasi yang lebih baik berbanding saham.</li> </ul>
17	Ting, K.H	2000	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Pelabur institusi memainkan peranan penting.</li> </ul>
18	Newell <i>et al.</i>	2002	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Persepsi lemah dan kurang permintaan di kalangan pelabur, dan hasil perolehan rendah faktor LPTs kurang mendapat sambutan.</li> </ul>
19	Hishamuddin	2003	<ul style="list-style-type: none"> <li>• LPTs mempunyai pulangan dan risiko yang tinggi berbanding kelas aset lain.</li> </ul>
20	Janice <i>et al.</i>	2005	<ul style="list-style-type: none"> <li>• LPTs mempunyai jumlah perdagangan yang kecil, kenaikan modal dan hasil dividen yang rendah, serta pengurusan portfolio yang lemah.</li> </ul>
21	Rozali dan Hamzah	2006	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Amanah hartanah tersenarai mengatasi portfolio pasaran semasa berlakunya krisis tetapi berlaku keadaan sebaliknya dalam tempoh pra- krisis dan pasca krisis.</li> </ul>
22	Ooi, Joseph T. L <i>et al.</i>	2006	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kerajaan memainkan peranan penting dalam membangunkan REITs.</li> </ul>
23	Rozali dan Hamzah	2006	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Semasa krisis REITs mengatasi portfolio pasaran.</li> </ul>
24	Ting dan Mohd Yunus	2007	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Dividen REITs memberi sumbangan yang signifikan terhadap jumlah pulangan REITs.</li> </ul>
25	Chyi Lin Le dan Ting, K.H	2008	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Saham hartanah tidak memberikan faedah kepelbagaian mahupun peningkatan pulangan dalam portfolio.</li> </ul>



26	Ahmad Husni Hamzah <i>et al.</i>	2010	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Prestasi REITs stabil semasa krisis.</li> <li>• Risiko sistematik REITs lebih tinggi semasa pra krisis dan lebih rendah semasa tempoh krisis.</li> </ul>
27	Ong, T. S <i>et al.</i>	2011	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Amanah Hartanah PNB 2 mempunyai nilai NAV terendah di antara tiga belas REITs di Malaysia.</li> </ul>
<b>Amanah Pelaburan Hartanah Islam (I-REITs)</b>			
28	Asyraf Wajdi Dusuki	2007	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Peraturan bagi pelaksanaan I-REITs.</li> </ul>
29	Osmadi, Atasya	2007	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kefahaman pelabur yang kurang terhadap PTF, keadaan ekonomi yang tidak menentu dan garis panduan yang terhad merupakan faktor penghalang terhadap prestasi PTF dan REITs di Malaysia.</li> <li>• Pengurusan dan kualiti percampuran aset dalam lokasi menyokong peningkatan prestasi yang lebih baik.</li> </ul>
30	Ting dan Abdul Rahman	2007	<ul style="list-style-type: none"> <li>• I-REITs mempunyai potensi dalam meningkatkan kecairan sektor hartanah Islam.</li> </ul>
31	Abozaid, Abdulazeem	2007	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Aktiviti utama penyewa mestilah dibenarkan.</li> <li>• Penyewa menjalankan aktiviti yang tidak dibenarkan mestilah tidak lama.</li> </ul>
32	Ibrahim dan Ong	2008	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Pulangan lebih rendah tetapi berpendapat tidak bermakna portfolio I-REITs menunjukkan prestasi yang kurang memuaskan apabila berkaitan dengan faktor risiko.</li> </ul>
33	Shamsiah dan Nor Fahima	2009	<ul style="list-style-type: none"> <li>• I-REITs- mengelakkan aktiviti sewa haram.</li> <li>• Kegiatan aktiviti bercampur tidak melebihi 20%.</li> <li>• Tidak dibenarkan menerima penyewa baru apabila jelas bahawa penyewa tersebut terlibat dalam kegiatan yang tidak dibenarkan.</li> </ul>
34	Noriza Mohd Saad	2009	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Prestasi REITs lebih baik dari I-REITs dari segi pulangan.</li> <li>• Risiko I-REIT lebih rendah dari REITs.</li> </ul>
35	Newell, G. dan Osmadi, Atasya	2009	<ul style="list-style-type: none"> <li>• I-REITs mempunyai ciri yang tersendiri berbanding REITs</li> </ul>

			konvensional.
36	Newell, G dan Osmadi, Atasya	2010	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Faktor percukaian, kualiti hartanah, lokasi, perkhidmatan profesional dan rangka kerja undang-undang.</li> </ul>
37	Alhenawi, Yasser dan Hassan, M. Kabir	2011	<ul style="list-style-type: none"> <li>• I-REITs lebih stabil berbanding REITs.</li> <li>• Kemeruapan rendah.</li> <li>• Semasa krisis menghasilkan pulangan yang tinggi.</li> </ul>

## 1.9 Kesimpulan

Pengenalan I-REITs dilihat sebagai satu daripada inisiatif-inisiatif yang paling penting bagi meluaskan dan mendalamkan asas keluaran pasaran modal Islam di Malaysia. Ia juga dapat membantu untuk meningkatkan daya saing pasaran modal Islam Malaysia dan menarik pelabur-pelabur Islam global yang mahu mempelbagaikan portfolio pelaburan mereka dalam pelaburan yang mematuhi syariah. Di samping itu, I-REITs bukan sahaja dapat memberikan pulangan yang stabil malah berpotensi dalam menyediakan inisiatif kepada pelabur bagi mematuhi undang-undang Islam dalam pelaburan mereka. Kelebihan yang terdapat dalam I-REITs bukan sahaja dapat dinikmati oleh individu yang mempunyai modal besar, malah individu yang mempunyai modal yang kecil juga turut dapat menyertainya.

Rajah 1.3 : Ringkasan Proposal

