



Received: 2025-10-10

Accepted: 2026-03-07

Published: 2026-06-22

Original Article

## Kemampuan Amanah Pelaburan Hartanah Islam (I-REITS) dalam Mendepani Ketidaktentuan Ekonomi di Malaysia

### *(Sustainability of Islamic Real Estate Investment Trusts (I-REITs) in Addressing Economic Uncertainty in Malaysia)*

Ahmad Azam Sulaiman @ Mohamad <sup>a\*</sup> & Mohamad Akmal Arif Mohd Zulkifli <sup>a</sup>

<sup>a</sup> Akademi Pengajian Islam, Universiti Malaya, 50603 Kuala Lumpur, Malaysia

\* Corresponding author, email; [ahmadazams@um.edu.my](mailto:ahmadazams@um.edu.my)

#### ABSTRACT

This study examines the financial sustainability of Islamic Real Estate Investment Trusts (i-REITs) in Malaysia amid multi-crisis economic uncertainty over the period 2018–2024. The study period is characterised by domestic political transitions, the COVID-19 pandemic, global geopolitical conflicts, and exchange rate volatility. Unlike prior studies that primarily focus on market returns or macroeconomic linkages, this research emphasises the internal financial resilience of i-REITs through financial ratio analysis. Four mature i-REITs listed on Bursa Malaysia are examined, representing healthcare, industrial, office, and residential property subsectors. A trend analysis approach is employed to evaluate liquidity, leverage, and profitability ratios across pre-crisis, crisis, and post-crisis phases. The conceptual framework integrates Portfolio Diversification Theory, Liquidity–Risk Trade-Off Theory and Pecking Order Theory to explain changes in financial management strategies under economic stress. The findings indicate that i-REITs increased liquidity holdings and reliance on debt financing during crisis periods as a defensive response, albeit at the expense of profitability. During the recovery phase, i-REITs with conservative capital structures and diversified property portfolios demonstrated stronger financial resilience. This study contributes new empirical evidence to the Islamic finance literature and offers policy-relevant insights for regulators and Islamic investors in designing sustainable i-REIT frameworks.

**Keyword:** Sustainability, Financial Ratio, Islamic Real Estate Investment Trusts (i-REITs) & economic uncertainty

#### Pengenalan

Pelaburan Amanah Hartanah (Real Estate Investment Trusts ,REIT) telah berkembang di Amerika Syarikat dan Australia sejak tahun 1960-an dan 1971. Semasa di Asia, REIT hanya mula diperkenalkan pada akhir tahun 2001 apabila Jepun negara pertama yang memperkenalkannya, diikuti oleh Singapura (2002), Korea Selatan (2002), Thailand (2003), Hong Kong (2005) dan

Taiwan (2005). Di kebanyakan negara maju, REIT telah dibangunkan sejak beberapa dekad yang lalu dengan menawarkan pendapatan yang konsisten dan sebagai alternatif kepada pelaburan deposit tetap. Biasanya, pelabur REIT terdiri daripada pelabur jangka panjang yang mahukan risiko pelaburan sederhana seperti syarikat insurans, dana pencen, dana unit amanah dan pelabur individu. Bagi pelabur runcit yang tidak mempunyai dana yang besar untuk melabur dalam portfolio hartanah bernilai tinggi, REIT melalui dana yang dikumpul akan dilaburkan ke dalam aset sebenar bernilai tinggi untuk pulangan yang lebih baik.

Malaysia adalah antara negara Asia terawal yang memperkenalkan REIT yang sebelum ini dikenali sebagai Dana Amanah Hartanah pada tahun 1988 dan terdapat empat (4) amanah hartanah yang tersenarai dalam BSKL, iaitu Arab-Malaysian First Property Trust (Ogos 1989), First Malaysia Property Trust (November 1989), Amanah Hartanah PNB (Disember 1990) dan Maybank Property Trust Fund One (Mac 1997). Bursa Malaysia adalah pihak berkuasa bagi Bursa Saham Malaysia termasuk REIT di mana ia merupakan platform pelaburan bagi pelabur runcit atau institusi dan pengurus portfolio untuk melabur dalam hartanah komersial berkualiti tinggi tanpa perlu membeli hartanah secara langsung.<sup>1</sup> Malaysia adalah antara negara Asia terawal yang memperkenalkan REIT yang sebelum ini dikenali sebagai Dana Amanah Hartanah pada tahun 1988 dan terdapat empat (4) amanah hartanah yang tersenarai dalam BSKL, iaitu Arab-Malaysian First Property Trust (Ogos 1989), First Malaysia Property Trust (November 1989), Amanah Hartanah PNB (Disember 1990) dan Maybank Property Trust Fund One (Mac 1997). Bursa Malaysia adalah pihak berkuasa bagi Bursa Saham Malaysia termasuk REIT di mana ia merupakan platform pelaburan bagi pelabur runcit atau institusi dan pengurus portfolio untuk melabur dalam hartanah komersial berkualiti tinggi tanpa perlu membeli hartanah secara langsung.<sup>1</sup>

Bank Negara Malaysia telah meluluskan rangka kerja pengawalseliaan pertama di bawah Akta Syarikat 1965 dan Akta Suruhanjaya Sekuriti 1983 untuk mengawal selia penubuhan dan operasi Pelaburan Amanah Hartanah (REIT). Selepas itu, Suruhanjaya Sekuriti memperkenalkan proses rundingan untuk dana amanah hartanah pada tahun 1999 dan membawa kepada semakan semula garis panduan pada tahun 2002. Pada 3 Januari 2005, Suruhanjaya Sekuriti mengeluarkan Garis Panduan Pelaburan Amanah Hartanah untuk menggantikan garis panduan yang dikeluarkan pada 13 November 2002 untuk menggalakkan pertumbuhan dan mewujudkan industri Pelaburan Amanah hartanah yang berdaya maju dan berdaya saing di Malaysia.

Garis panduan ini juga bertujuan untuk menarik penyertaan baharu dan meningkatkan kesedaran peserta industri tempatan serta pemilik hartanah/pemaju mengenai kelebihan REIT, di samping meningkatkan kecairan pasaran hartanah tempatan. Selaras dengan Pelan Induk Pasaran Modal untuk mewujudkan rangka kerja pengawalseliaan yang seragam bagi industri pengurusan dana, keperluan kelayakan bagi syarikat pengurusan yang menguruskan REIT, termasuk skop perniagaan dan penglibatan ekuiti asing, telah dikemas kini supaya ia selaras dengan keperluan bagi syarikat pengurusan yang menguruskan unit amanah.<sup>2</sup>

Untuk memenuhi keperluan umat Islam bagi pelaburan hartanah berasaskan Syariah, Suruhanjaya Sekuriti pada November 2005 telah menerbitkan Garis Panduan Amanah Pelaburan Hartanah Islam (i-REIT) dan ia merupakan titik permulaan industri i-REITs di Malaysia. Ia juga boleh meningkatkan kecairan pasaran hartanah tempatan, terutamanya hartanah Islam, dan

---

<sup>1</sup> Bursa Malaysia, *Real Estate Investment Trusts (REITs)*, dikemas kini 2024, <https://www.bursamalaysia.com>

<sup>2</sup> Suruhanjaya Sekuriti Malaysia, *Garis Panduan Pelaburan Amanah Hartanah* (Kuala Lumpur: Suruhanjaya Sekuriti Malaysia, 2005).

menyediakan alternatif kepada pelabur tempatan atau antarabangsa, sama ada Muslim atau bukan Islam, untuk melabur dalam pelaburan hartanah yang memenuhi ciri-ciri instrumen patuh syariah.

Kemunculan i-REIT dalam Pasaran Modal merupakan kejayaan Malaysia dalam mempelbagaikan produk berasaskan syariah dalam Pasaran Modal Malaysia. Pengenalan garis panduan Amanah Pelaburan Hartanah Islam (i-REIT) oleh Suruhanjaya Sekuriti pada November 2005 dianggap sebagai permulaan kepada Pasaran Modal Islam kerana ia merupakan garis panduan pertama di dunia untuk i-REIT dan ia merupakan pelengkap kepada pelaburan REIT konvensional. Melalui pengenalan ini, ia meningkatkan lagi peranan Malaysia sebagai peneraju dalam pembangunan Pasaran Modal Islam dalam kalangan komuniti kewangan antarabangsa, di samping menggalakkan lagi pertumbuhan Pasaran Modal Islam yang semakin kompetitif di Malaysia.

Kajian ini bertujuan menilai kemampuan kewangan i-REIT di Malaysia sepanjang tempoh ketidakpastian ekonomi 2018–2024, menganalisis kesan ketidakpastian tersebut terhadap kecairan, struktur pembiayaan dan keuntungan i-REIT terpilih serta membandingkan prestasi kewangan merentas subsektor hartanah. Dari sudut praktikal, kajian ini mensasarkan pelabur Islam dan institusi, manakala dari sudut dasar dan akademik, ia relevan kepada pengawal selia pasaran modal Islam serta pengkaji kewangan Islam dan hartanah.

## Latar Belakang Kajian

Pentadbiran kerajaan persekutuan mengalami beberapa siri perubahan daripada PRU14 yang diadakan pada 9 Mei 2018.<sup>3</sup> Pada pilihan raya itu, Pakatan Harapan (PH) termasuk parti bersekutu berjaya memenangi 122 daripada 222 kerusi yang dipertandingkan Dewan Rakyat. Antara janji berkaitan ekonomi yang dibuat oleh PH ialah pemansuhan GST. PH telah mengumumkan bahawa kadar GST telah diturunkan kepada 0% berbanding 6% sebelum ini berkuat kuasa 1 Jun 2018. Pengurangan kadar GST kepada 0% dilaksanakan selama tiga bulan bagi memberi masa kepada pelaksanaan semula Cukai Jualan dan Perkhidmatan (Sales and Service Tax, SST) pada 1 September 2018. Ketiadaan cukai dalam tempoh itu telah menjejaskan kewangan negara dimana kerajaan dianggarkan kehilangan hasil sebanyak RM14 bilion. Di samping itu, pemansuhan GST juga akan menyebabkan kluster yang besar di negara ini. Ini kerana perbezaan sebut harga GST dan SST dianggarkan RM22 bilion. Selain itu, PH turut mengkaji semula beberapa projek mega dengan penglibatan pihak luar yang telah diluluskan oleh kerajaan terdahulu. Antara projek mega itu termasuklah *Projek Laluan Rel Pantai Timur (East Coast Rail Link, ECRL)*. ECRL merupakan projek penting dalam Inisiatif Jalur dan Laluan China. Projek itu dibiayai melalui pinjaman daripada Export-Import Bank of Malaysia Berhad milik kerajaan. Pada mulanya, PH mahu membatalkan projek ECRL kerana beranggapan kos projek telah meningkat secara ketara berbanding anggaran awal. Namun, Kerajaan PH memutuskan bahawa projek ini masih penting

---

<sup>3</sup> Nadzri, Mohamed Mohd Nizah. "Pilihan Raya Umum ke-14, Kejatuhan Barisan Nasional, dan Perkembangan Politik di Malaysia, 1957–2018." *Journal of Current Southeast Asian Affairs* 37, no. 3 (2018): 139–71. <https://doi.org/10.1177/186810341803700307>.

untuk pembangunan ekonomi, terutamanya bagi negeri-negeri pantai timur, dengan syarat kosnya dapat dikurangkan dan terma-termanya diperbaiki.<sup>4</sup>

Perubahan dalam pentadbiran kerajaan persekutuan turut memberi kesan kepada pasaran saham. Ini dapat dilihat daripada penjualan besar-besaran saham syarikat yang dianggap mempunyai kaitan dengan gabungan parti kerajaan terdahulu, iaitu BN. Hubungan baik pemilik atau pemegang saham terbesar syarikat dengan pemimpin parti politik membantu syarikat memperoleh projek berkaitan kerajaan.<sup>5</sup> Sebagai contoh, harga saham George Kent (Malaysia) Berhad jatuh mendadak daripada RM3.94 pada 8 Mei 2018 kepada RM0.755 pada 18 Disember 2018, beberapa bulan selepas perubahan pentadbiran kerajaan berlaku. Kejatuhan harga saham sesebuah unit juga dilihat berlaku dalam MY E.G. Services Berhad (MyEG), sebuah syarikat yang memonopoli e-perkhidmatan kerajaan. Pada 8 Mei 2018, harga saham MyEG ditutup pada RM2.58 manakala pada 17 Mei 2018 iaitu seminggu selepas pilihan raya harga saham MyEG telah menjunam kepada RM0.905. Dalam masa yang sama, harga saham syarikat itu yang dilihat mempunyai kaitan dengan gabungan parti kerajaan iaitu PH meningkat ke tahap tertinggi dalam tempoh beberapa tahun. Di samping itu, kenaikan harga saham juga dilihat dalam syarikat-syarikat yang dijangka mendapat manfaat daripada janji-janji bersama pihak-pihak kerajaan. Penjualan saham syarikat juga berlaku dalam sektor pembinaan berikutan kebimbangan pelabur terhadap usaha kerajaan baharu untuk mengkaji semula projek infrastruktur. Kajian semula projek infrastruktur melibatkan perubahan atau pengurangan skop yang akan mengurangkan pendapatan dan keuntungan syarikat yang terlibat. Sebagai contoh, harga saham Malaysian Resources Corporation Berhad (MRCB) jatuh kepada RM0.685, paras terendah sejak Ogos 2015. Kejatuhan harga saham MRCB berlaku berikutan kebimbangan pelabur sama ada projek Kereta Api Berkelajuan Tinggi (High Speed Rail, HSR) diteruskan atau tidak, dengan konsortium antara MRCB dan Gamuda Berhad dipilih sebagai rakan pelaksana projek.

Perang perdagangan antara Amerika Syarikat dan China bermula sekitar Mac 2018 apabila pentadbiran Presiden Trump pada masa itu mengenakan tarif ke atas import besi dan aluminium China. China mengambil langkah sama dengan mengenakan tarif ke atas aluminium, daging, buah-buahan dan minuman keras yang diimport dari Amerika Syarikat. Selepas itu, tindak balas untuk menaikkan tarif ini berterusan selama beberapa bulan. Terdapat beberapa faktor yang membawa kepada peningkatan ketegangan antara Amerika Syarikat dan China. Antara faktor tersebut ialah ketidakseimbangan perdagangan antara kedua-dua negara. Ketidakseimbangan perdagangan yang besar antara Amerika Syarikat dan China berlaku kerana China mencatatkan lebihan perdagangan yang berterusan. Ini menimbulkan kebimbangan bagi Amerika Syarikat mengenai keadilan hubungan ekonomi. Tambahan pula, ketegangan antara Amerika Syarikat dan China juga meningkat berhubung isu harta intelek. Dakwaan kecurian harta intelek dan pemindahan teknologi paksa meningkatkan rasa tidak puas hati AS terhadap amalan industri dalam sektor strategik seperti teknologi dan inovasi di China. Selain itu, Amerika Syarikat juga prihatin terhadap implikasi keselamatan negara berikutan kemajuan teknologi China, terutamanya dalam bidang teknologi 5G dan kecerdasan buatan. Amerika Syarikat mendakwa teknologi 5G China boleh digunakan untuk aktiviti perisikan. Amerika Syarikat telah lama menuduh China menggunakan

---

<sup>4</sup> Institut Demokrasi dan Hal Ehwal Ekonomi (IDEAS). *Pemantau BRI: Laluan Rel Pantai Timur (ECRL)*. Kuala Lumpur, 2020. [https://www.brimonitor.org/wp-content/uploads/2021/07/CS\\_ECRL.pdf](https://www.brimonitor.org/wp-content/uploads/2021/07/CS_ECRL.pdf).

<sup>5</sup> Azhar Mohamad, "Elections and the Financial Market Puzzle: Evidence from Malaysia." *Managerial Finance* 49, no. 4 (2023): 703–723. <https://doi.org/10.1108/MF-04-2022-0185>.

teknologinya untuk mengintip negara-negara lain, dan 5G berpotensi memberi China lebih banyak peluang untuk berbuat demikian. Akhir sekali, peningkatan ketegangan juga berpunca daripada halangan bukan tarif seperti peraturan dan syarat lesen. Amerika Syarikat menuduh China menggunakan halangan bukan tarif untuk menghalang perniagaan dari Amerika Syarikat mengakses pasaran China dan mewujudkan persaingan yang adil. Perang perdagangan antara Amerika Syarikat dan China telah memberi kesan yang meluas kepada ekonomi global. Tarif yang tinggi mengganggu rantai bekalan global. Ini bukan sahaja memberi kesan kepada syarikat AS dan China tetapi juga perniagaan di seluruh dunia. Rantai bekalan global yang terganggu membawa kepada penilaian semula rantai bekalan global oleh syarikat-syarikat. Syarikat itu memilih untuk mewujudkan pusat pengeluaran di pelbagai negara untuk mengurangkan risiko yang berkaitan dengan perang perdagangan. Tindakan syarikat membuka pusat pengeluaran baharu di negara-negara yang tidak terlibat seperti Malaysia telah menyumbang kepada peningkatan pelaburan langsung asing ke negara ini. Perang perdagangan juga telah menyebabkan permintaan eksport dari Malaysia ke AS meningkat terutamanya dalam komponen elektrik dan elektronik, bahagian jentera dan produk berasaskan getah tertentu. Syarikat-syarikat yang terlibat dalam pembuatan barangan tersebut juga disenaraikan di Bursa Malaysia. Peningkatan pendapatan dan keuntungan yang direkodkan menambah keyakinan pelabur terhadap syarikat. Akibatnya, harga saham syarikat meningkat seiring dengan peningkatan keuntungan.

Perang Russia-Ukraine menjejaskan pasaran saham terutamanya berkaitan dengan sektor minyak dan gas.<sup>6</sup> Sejak pencerobohan Rusia ke atas Ukraine pada 24 Februari 2022, harga minyak telah mencecah rekod tertinggi melebihi \$130 setong sejak 2008, manakala harga gas juga telah meningkat ke paras tertinggi sepanjang masa. Sekatan terhadap Rusia, termasuk larangan import minyak ke AS dan larangan pelaburan baharu dalam sektor tenaga, telah menyukarkan Rusia untuk mencari pembeli minyaknya, yang menyumbang kira-kira 7% daripada bekalan minyak global. Tindakan negara-negara Barat memboikot minyak dan gas dari Rusia menyebabkan harga minyak mentah dan gas meningkat kerana bekalan sedia ada diperlukan untuk menampung permintaan yang semakin meningkat dari negara-negara Barat. Kenaikan harga minyak mentah dan gas memberi kesan bercampur-campur kepada Malaysia. Ini kerana Malaysia merupakan negara pengeksport dan pengimport minyak. Minyak mentah juga merupakan komoditi penting yang menentukan inflasi. Kenaikan harga minyak mentah menyumbang kepada kenaikan harga komoditi lain. Di samping itu, sektor pembuatan yang merupakan pemangkin ekonomi Malaysia juga telah terjejas akibat peperangan. Perang itu menyumbang kepada gangguan rantai bekalan global dan menjejaskan semua ekonomi berorientasikan eksport. Tambahan pula, beberapa faktor lain mempunyai kesan yang signifikan terhadap sektor pembuatan Malaysia sebelum perang, seperti kenaikan kos bahan mentah, kekurangan tenaga kerja, dan ketidakpastian geopolitik. Peningkatan kos bahan mentah, masalah utama sebelum perang yang didorong oleh inflasi global dan permintaan sumber yang semakin meningkat, menjadi lebih teruk oleh perang, memberi kesan kepada eksport utama Malaysia seperti elektronik dan semikonduktor. Perang Russia-Ukraine juga menjejaskan sentimen pelabur dalam pasaran saham. Ketidakstabilan geopolitik menyebabkan pelabur cenderung untuk lebih berhati-hati dan tidak mengambil risiko. Pelabur lebih suka pelaburan selamat atau mengambil pendekatan tunggu dan

---

<sup>6</sup> Khudaykulova, M., H. Yuanqiong, and A. Khudaykulov. "Economic Consequences and Implications of the Russia-Ukraine War." *International Journal of Management Sciences and Business Administration* 8, no. 4 (2022): 44-52. <https://doi.org/10.18775/ijmsba.1849-5664-5419.2014.84.1005>.

lihat. Sentimen berhati-hati ini telah membawa kepada pengurangan jumlah dagangan dan peningkatan ketidakstabilan pasaran saham.

Pandemik COVID-19 mula melanda Malaysia pada Januari 2020 di mana kes pertama melibatkan pelancong dari China yang tiba di Johor melalui Singapura. Penularan kes COVID-19 dalam kalangan rakyat Malaysia dengan cepat mendorong kerajaan melaksanakan Perintah Kawalan Pergerakan (PKP). Pandemik COVID-19 memberi kesan segera kepada pasaran saham.<sup>7</sup> Kesan ini dapat dilihat melalui kejatuhan dan turun naik pasaran yang ketara. Kejatuhan mendadak pasaran saham Malaysia berlaku disebabkan oleh penjualan panik pelabur. Penjualan panik oleh pelabur berlaku di semua sektor Bursa Malaysia. Pelabur termasuk pemegang saham utama syarikat menjual saham mereka dalam tempoh hari dagangan selepas PKP diumumkan. Keadaan yang dihadapi oleh pelabur di Malaysia adalah sama dengan pasaran saham dunia. Keadaan ini berlaku disebabkan kemarahan pelabur dan ketidakpastian ekonomi yang berpunca daripada sekatan pergerakan dan gangguan rantaian bekalan. Sekatan pergerakan yang tidak menentu akan membimbangkan semua rakyat.

Impak pandemik COVID-19 terhadap pelbagai sektor Bursa Malaysia hanya dapat dilihat apabila jualan panik berakhir.<sup>8</sup> Harga saham yang terlalu rendah menyebabkan pelabur membeli saham tertentu yang mempunyai kedudukan kewangan yang kukuh. Antara sektor yang menunjukkan daya tahan dan pertumbuhan ialah penjagaan kesihatan, teknologi dan perniagaan dalam talian. Sektor penjagaan kesihatan, yang disokong oleh industri sarung tangan getah, mencatatkan kenaikan harga saham yang ketara. Ini kerana peningkatan kes COVID-19 telah menyebabkan permintaan terhadap sarung tangan getah meningkat secara mendadak untuk kegunaan petugas kesihatan. Permintaan tinggi di seluruh dunia dalam keadaan bekalannya terhad memberi kelebihan kepada syarikat pengeluar sarung tangan getah. Syarikat pembuatan berjaya mendapatkan harga yang lebih tinggi daripada biasa bagi setiap pek sarung tangan getah yang dijual. Akibatnya, pendapatan dan keuntungan syarikat pembuatan sarung tangan getah meningkat dengan ketara. Pelabur tergesa-gesa membeli saham dalam pengeluaran sarung tangan getah kerana prospek cerah semasa pandemik COVID-19.

Selain itu, kes semasa COVID-19 juga digunakan sebagai indikator oleh pelabur. Peningkatan kes secara mendadak telah menimbulkan kebimbangan mengenai pelaksanaan semula PKP. Oleh itu, kes COVID-19 memberi kesan negatif kepada prestasi FTSE Bursa Malaysia KLCI.<sup>9</sup> Ringkasnya, pandemik COVID-19 menjejaskan pasaran saham dalam dua cara. Pertama, pandemik memaksa penutupan perniagaan dan aktiviti korporat seterusnya memberi kesan kepada pasaran kewangan. Kedua, ketidakpastian mengenai kes COVID-19 juga telah menjejaskan keputusan pelaburan pelabur, menyebabkan turun naik yang ketara dalam pasaran saham.

Kadar pertukaran antara Ringgit Malaysia dan Dolar AS merupakan petunjuk ekonomi penting yang mencerminkan kekuatan relatif ekonomi Malaysia di pasaran antarabangsa. Oleh itu, pergerakan naik dan turun ringgit memberi implikasi besar kepada pelbagai sektor ekonomi. Kajian itu mendapati trend penurunan yang ketara dalam nilai ringgit berbanding dolar dapat

---

<sup>7</sup>C. Jin, "Impact of the COVID-19 Pandemic on China's Stock Market Volatility during and after the Outbreak: Evidence from an ARDL Approach," *Frontiers in Public Health* 10 (2022)

<sup>8</sup> Akinsomi, O. "Sejauh Manakah REITs Berdaya Tahan terhadap Pandemik? Kesan COVID-19." *Journal of Property Investment & Finance* 39, no. 1 (2021): 19–24. <https://doi.org/10.1108/JPIF-06-2020-0065>.

<sup>9</sup> U. A. M. Amir, N. I. Masdi, N. M. Saad, N. M. Yusof, dan S. S. Azmi, "The Volatility of FTSE Bursa Malaysia KLCI during the COVID-19 Pandemic," *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences* 12, no. 4 (2022): 349–356

dilihat dari April 2022 hingga November 2022. Pada 1 April, 2022, ringgit ditutup sekitar RM4.2105 berbanding dolar. Pada 4 November 2022, ringgit ditutup pada sekitar RM4.7480 kepada dolar. Kesan kejatuhan nilai ringgit ke atas pelaburan boleh dibahagikan kepada kesan umum dan kesan tertentu. Kesan umum penurunan nilai ringgit berlaku melalui pengurangan nilai pelaburan pelabur asing yang terdiri daripada pelabur institusi dan runcit daripada pasaran saham tempatan. Pengurangan nilai pelaburan pelabur asing juga dirujuk sebagai aliran keluar modal asing.

Pengurangan nilai pelaburan ini disebabkan oleh pelabur asing yang merasakan bahawa pasaran saham tempatan tidak dapat memberikan pulangan yang kompetitif. Penurunan nilai ringgit mengurangkan pulangan sama ada melalui dividen atau peningkatan modal yang diterima oleh pelabur asing. Ini berlaku apabila pelabur asing mahu menukar pulangan dalam ringgit kepada dolar. Pengurangan nilai pelaburan pelabur asing boleh dilihat dalam saham wajaran tinggi seperti saham syarikat konstituen FTSE Bursa Malaysia KLCI (FBM KLCI). Sebagai contoh, pegangan saham oleh pelabur asing dalam CIMB Group Holdings Berhad telah menurun ke paras terendah dalam tempoh 11 tahun sebanyak 20.6% pada Oktober 2020. Selain itu, pegangan saham oleh pelabur asing di Bursa Malaysia Berhad juga berkurangan ke paras terendah sejak 2016 pada Ogos 2022 iaitu 13.6 peratus. Kesan khusus penurunan nilai ringgit berlaku melalui turun naik saham syarikat tertentu di Bursa Malaysia. Ini kerana nilai mata wang boleh menjejaskan persekitaran operasi syarikat tersenarai. Kelemahan nilai ringgit akan memberi impak positif kepada sektor eksport seperti industri perladangan kelapa sawit dan industri elektrik dan elektronik.

Apabila ringgit lemah, permintaan pengguna asing dan antarabangsa untuk barangan dan perkhidmatan eksport akan meningkat. Pengguna asing dan antarabangsa akan cenderung memilih barangan dan perkhidmatan yang dieksporth dari Malaysia kerana harganya yang lebih murah dan kompetitif. Peningkatan permintaan terhadap barangan dan perkhidmatan akan memanfaatkan syarikat dalam sektor eksport melalui peningkatan jualan barangan dan perkhidmatan di pasaran antarabangsa. Di samping itu, syarikat-syarikat dalam sektor eksport juga mendapat manfaat daripada perbezaan kadar pertukaran asing yang lebih tinggi. Akibatnya, pendapatan dan keuntungan syarikat meningkat. Peningkatan pendapatan dan keuntungan syarikat akan meningkatkan keyakinan pelabur terhadap syarikat. Permintaan pelabur yang semakin meningkat untuk saham syarikat akan meningkatkan lagi harga saham syarikat di pasaran saham.

Kesimpulannya, pelbagai ketidakpastian ekonomi disebabkan faktor dalaman dan luaran memberi kesan kepada ekonomi dan pasaran saham. Sejauh mana kesan ketidakpastian ekonomi berbeza antara satu sama lain. Biasanya, ketidakpastian ekonomi yang berpunca daripada faktor dalaman memberi kesan kepada pasaran saham lebih daripada faktor luaran.

### **Masalah Kajian**

Ketidaktentuan ekonomi boleh membentuk persepsi negatif dalam minda pelabur bahawa risiko semasa adalah tinggi dan menghalang mereka daripada melabur dalam pasaran saham sementara risiko tersebut boleh diuruskan. Kekeliruan mengenai ketidakpastian ekonomi juga menyebabkan pelabur mengabaikan aspek jangka panjang pelaburan pasaran saham. Ketidaktentuan ekonomi yang pelbagai disebabkan oleh faktor dalaman dan luaran mempunyai kesan ke atas ekonomi dan pasaran saham. Ketidaktentuan ekonomi ini termasuk perubahan dalam pentadbiran kerajaan persekutuan selepas Pilihan Raya Umum ke-14, perang perdagangan

antara Amerika Syarikat dan China, pandemik COVID-19, perang Rusia-Ukraine dan kejatuhan nilai Ringgit Malaysia berbanding Dolar AS.

Seterusnya, pengurusan risiko oleh pelabur, terutamanya pelabur Islam semasa ketidakpastian ekonomi, termasuk inisiatif untuk mempelbagaikan portfolio pelaburan dengan menumpukan aset berisiko rendah atau sederhana seperti i-REIT. Walau bagaimanapun, tidak semua i-REIT mempunyai tahap risiko yang sama. Secara amnya, i-REIT yang memiliki hartanah dalam subsektor tunggal lebih berisiko daripada i-REIT yang memiliki harta dalam satu subsektor. Pulangan yang disediakan oleh i-REIT juga bergantung kepada kecekapan pengurus serta syarikat lain. Tanpa mengenal pasti dan mengambil kira latar belakang ini, pelabur boleh membuat keputusan pelaburan yang tidak tepat.

Harta komersil pada dasarnya adalah aset menjana pendapatan kitaran di mana ia mempunyai harta lindung nilai di mana nilainya akan meningkat dalam jangka panjang. Oleh itu, kebanyakan pelabur menganggap REIT sebagai "*Saham Pertahanan*" kerana mereka mempunyai aset yang menjana pendapatan secara kitaran dan berpotensi untuk meningkatkan nilai aset dalam jangka panjang dan tidak terjejas oleh perubahan dalam persekitaran ekonomi. Di samping itu, syarikat pengurusan REIT diberi keistimewaan pengecualian cukai korporat dengan syarat pengagihan dividen tahunan yang dibayar kepada pemegang saham adalah sekurang-kurangnya 90 peratus daripada jumlah pendapatan bersih syarikat yang dijana melalui aset hartanah.<sup>10</sup> Dalam menguruskan hartanah milik, sama ada dalam subsektor tertentu atau pelbagai, i-REIT perlu menguruskan kewangan mereka dengan baik. Strategi yang digunakan oleh pengurus dalam pengurusan kewangan perlu mengambil kira persekitaran operasi apabila ekonomi berkembang atau mengecut. Ini kerana pengurusan kewangan syarikat adalah perkara utama yang dilihat oleh pelabur. Oleh itu, kajian mengenai strategi pengurusan kewangan i-REIT, yang dilihat melalui nisbah kewangan tertentu, terutamanya apabila ketidakpastian ekonomi dijalankan untuk menjawab persoalan yang timbul dalam kalangan pelabur, iaitu sama ada i-REIT boleh menghadapi ketidakpastian ekonomi secara mampan?

## Sorotan Kajian

Amanah Pelaburan Hartanah Islam (Islamic Real Estate Investment Trusts, i-REITs) di Malaysia telah menunjukkan prestasi kewangan yang kukuh, dengan penjana pendapatan yang stabil serta aset pendasar yang berkualiti.<sup>11</sup> Instrumen ini, yang mematuhi prinsip Syariah, turut menawarkan peluang pelaburan baharu dan berpotensi bertindak sebagai lindung nilai terhadap inflasi.<sup>12</sup> Al-Hadharah Boustead REIT, satu-satunya i-REIT dalam industri minyak sawit, telah menyumbang dengan ketara kepada pembangunan industri minyak sawit negara.<sup>13</sup>

Siti Marsila menilai prestasi empat i-REIT di Malaysia, iaitu ALAQAR, AXREIT, KLCC REIT dan ALSREIT bagi tempoh 2012 hingga 2016.<sup>14</sup> Analisis trend digunakan untuk menilai prestasi, dengan fokus kepada pengagihan pendapatan per unit (Distribution Per Unit, DPU) dan nilai aset bersih (Net Asset Value, NAV). Berdasarkan dapatan kajian, kedua-dua DPU dan prestasi NAV

---

<sup>10</sup> Bursa Malaysia, *Real Estate Investment Trusts (REITs) in Malaysia*, 2013.

<sup>11</sup> Ruslan, "Performance of Islamic Real Estate Investment Trusts in Malaysia," 2019.

<sup>12</sup> Asyraf Wajdi Dusuki, "Understanding the Objectives of Islamic Banking: A Survey of Stakeholders' Perspectives," 2008; Rozman, "Islamic REITs and Inflation Hedging," 2015.

<sup>13</sup> Yahya, "Contribution of Al-Hadharah Boustead REIT to Malaysia's Palm Oil Industry," 2017.

<sup>14</sup> Siti Marsila, "Performance of Islamic Real Estate Investment Trusts (i-REITs) in Malaysia," 2019.

menunjukkan rekod yang baik, terutamanya bagi Al-‘Aqar Healthcare REIT, KLCC REIT, dan Al-Salām REIT. Secara keseluruhannya, i-REITs merupakan alat pelaburan yang menarik kerana ia menghasilkan pendapatan yang stabil dalam bentuk dividen kepada pemegang saham, sambil disokong oleh aset-aset yang berkualiti.

Perbandingan impak struktur pemilikan dan kepelbagaian aset terhadap nilai i-REIT dan REIT di Malaysia telah dijalankan oleh Ahmad dan Nafiah menggunakan data bagi tempoh 2006 hingga 2013.<sup>15</sup> Didapati struktur pemilikan seperti pemilikan dalaman dan pemilikan institusi mempunyai kesan positif dan signifikan terhadap nilai i-REIT dan REIT. Di samping itu, kepelbagaian aset juga dilihat mempengaruhi prestasi di mana i-REIT dan REIT yang mempunyai pelbagai aset menunjukkan prestasi yang lebih baik. Manakala, Elias Abu Al-Haija dan Mehveen Syed membandingkan dua i-REIT dari Emiriah Arab Bersatu (UAE) dan Malaysia, iaitu Emirates i-REIT dan ALSREIT.<sup>16</sup> Kajian mendapati ALSREIT mempunyai saiz portfolio yang lebih besar kerana bilangan hartanah yang lebih besar. Selain itu, pematuhan syariah dan pengurusan risiko yang diamalkan oleh ALSREIT juga lebih standard berdasarkan keperluan yang ditetapkan oleh SC.

Mohd Hussin et al. menganalisis kewujudan hubungan jangka pendek dan jangka panjang antara i-REIT dan pembolehubah makroekonomi di Malaysia menggunakan data bulanan dari Januari 2007 hingga Disember 2013.<sup>17</sup> Keputusan kajian menunjukkan bahawa i-REIT mempunyai hubungan positif yang signifikan dengan Indeks Pengeluaran Perindustrian, manakala hubungan negatif yang ketara dikesan dengan Kadar Antara Bank Islam serta kadar pertukaran antara Ringgit Malaysia dan Dolar AS. Kajian ini disokong oleh dapatan Sukor et al., yang menilai hubungan antara pembolehubah makroekonomi bagi tempoh 2011 hingga 2017 dengan ciri pulangan dan dividen i-REIT serta REIT di Malaysia.<sup>18</sup> Kajian tersebut mendapati bahawa pembolehubah makroekonomi boleh digunakan untuk meramalkan pulangan masa hadapan dan pengagihan pendapatan i-REIT dan REIT. Selain itu, i-REIT juga didapati kurang sensitif terhadap pembolehubah makroekonomi serta menawarkan faedah kepelbagaian portfolio yang lebih baik berbanding REIT konvensional.

Pandemik ini turut menjejaskan prestasi REIT. Salami, Tanrivermis dan Tanrivermis mendapati bahawa kebanyakan REIT di Turki menunjukkan kesan yang tidak sekata disebabkan oleh kadar cukai keutamaan yang dinikmati, yang menjadikan kos pembiayaan hutang lebih rendah berbanding jumlah pulangan.<sup>19</sup> Selain itu, kajian tersebut juga menunjukkan bahawa REIT di Turki mencatatkan pulangan yang rendah semasa pandemik COVID-19 kerana hampir semua sektor terjejas kecuali beberapa subsektor penjagaan kesihatan. Dapatan ini disokong oleh kajian

---

<sup>15</sup> Noryati Ahmad dan Siti Fathonah Mohd Nafiah, "Impact of Ownership Structure and Diversification on Firm Value: Evidence from Shariah and Non-Shariah Compliant REIT Companies," *Journal of Islamic Management Studies* 2, no. 2 (2020): 59–66.

<sup>16</sup> Emad A. Al-Haija dan Mehveen Syed, "Islamic Real Estate Investment Trusts: A Comparative Study between Emirates REIT (UAE) and Al-Salam REIT (Malaysia)," *Journal of Islamic Accounting and Business Research* 12, no. 6 (2021): 904–918.

<sup>17</sup> Mohd Yahya Mohd Hussin, Fidlizan Muhammad, Azila Abdul Razak, Fatimah Salwa Abdul Hadi, dan Gan Pei-Ting, "The Role of Macroeconomic Variables in the Islamic Real Estate Investment Trust (I-REIT) Market in Malaysia," *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences* 7, no. 4 (2017): 911–926.

<sup>18</sup> Sukor et al., "Macroeconomic Variables and the Return–Dividend Characteristics of Islamic and Conventional REITs in Malaysia," 2020.

<sup>19</sup> M. A. Salami, H. Tanrivermis, dan Y. Tanrivermis, "Performance Evaluation and Volatility of Turkish REITs during the COVID-19 Pandemic," *Journal of Property Investment & Finance* 41, no. 5 (2023): 473–505.

Akinsomi yang menilai kesan pandemik COVID-19 terhadap prestasi indeks REIT global dan sektor REIT di Amerika Syarikat, di mana indeks FTSE EPRA NAREIT mencatatkan penurunan tertinggi, manakala FTSE EPRA Asia Pasifik merekodkan penurunan paling rendah.<sup>20</sup> Seterusnya, tiga sektor REIT di Amerika Syarikat yang mencatatkan kerugian paling teruk ialah penginapan atau resort, perniagaan dan pejabat. REIT dalam sektor pusat data juga merupakan satu-satunya sektor yang mencatatkan pulangan positif.

Walaupun kajian lepas banyak menilai prestasi i-REIT dari aspek pulangan dan hubungan makroekonomi, kajian empirikal yang menilai kemampuan i-REIT semasa episod ketidakpastian ekonomi berbilang krisis (politik, pandemik dan geopolitik) menggunakan analisis nisbah kewangan masih terhad, khususnya dalam konteks Malaysia.

### **Kerangka Konseptual**

Kajian ini berasaskan gabungan Teori Kepelbagaian Portfolio, Teori Pertukaran Kecairan Risiko (Liquidity–Risk Trade-Off Theory) dan Teori Hierarki Pembiayaan (Pecking Order Theory) bagi menjelaskan tingkah laku kewangan dan kemampuan Amanah Pelaburan Hartanah Islam (i-REIT) semasa tempoh ketidakpastian ekonomi.

Teori Kepelbagaian Portfolio menyatakan bahawa risiko pelaburan boleh dikurangkan melalui pemilikan aset yang mempunyai ciri pulangan dan risiko yang berbeza. Dalam konteks i-REIT, kepelbagaian ini bukan sahaja merangkumi bilangan hartanah, tetapi juga subsektor hartanah seperti penjagaan kesihatan, perindustrian, pejabat dan kediaman. Kepelbagaian subsektor dijangka mempengaruhi kestabilan aliran tunai sewaan serta keupayaan i-REIT mengekalkan prestasi kewangan semasa kejutan ekonomi. Oleh itu, teori ini menjadi asas untuk menilai perbezaan prestasi i-REIT merentas subsektor melalui nisbah kecairan dan keuntungan.

Teori Pertukaran Kecairan Risiko (Liquidity–Risk Trade-Off Theory) pula menjelaskan bahawa firma yang mengekalkan tahap kecairan yang tinggi berupaya mengurangkan risiko ketidakupayaan memenuhi obligasi jangka pendek, namun pada masa yang sama berpotensi mengorbankan pulangan kerana aset cair lazimnya menjana pulangan yang lebih rendah. Dalam konteks i-REIT, teori ini relevan untuk menerangkan perubahan strategi pengurusan kecairan semasa tempoh ketidakpastian ekonomi, khususnya apabila pengurus dana meningkatkan pegangan tunai sebagai langkah perlindungan. Hubungan ini dianalisis melalui nisbah semasa dan nisbah tunai bagi menilai keseimbangan antara kestabilan kewangan dan prestasi keuntungan.

Selain itu, Teori Hierarki Pembiayaan (Pecking Order Theory) menerangkan pilihan struktur pembiayaan firma, di mana sumber dalaman diutamakan, diikuti pembiayaan hutang dan seterusnya ekuiti. Bagi i-REIT, teori ini membantu menjelaskan kecenderungan penggunaan hutang sebagai sumber pembiayaan utama semasa tempoh pendapatan terjejas akibat ketidakpastian ekonomi. Kebergantungan kepada pembiayaan hutang dan implikasinya terhadap risiko kewangan dianalisis melalui nisbah hutang kepada aset dan nisbah hutang kepada ekuiti.

Secara keseluruhannya, kerangka konseptual ini menghubungkan kepelbagaian portfolio hartanah, strategi pengurusan kecairan, dan struktur pembiayaan dengan prestasi kewangan i-REIT, yang diukur melalui nisbah kecairan, pembiayaan dan keuntungan. Gabungan ketiga-tiga

---

<sup>20</sup> Omokolade Akinsomi, "How Resilient Are REITs to a Pandemic? The COVID-19 Effect," *Journal of Property Investment & Finance* 39, no. 1 (2021): 19–24.

teori ini membolehkan penilaian yang menyeluruh terhadap kemampuan kewangan i-REIT dalam menghadapi ketidaktentuan ekonomi di Malaysia.

### **Metodologi Kajian**

Penyelidikan ini menumpukan pada analisis pengurusan kewangan empat daripada lima Amanah Pelaburan Hartanah Islam (i-REIT) yang tersenarai di Bursa Malaysia untuk tempoh 2018-2024, suatu era yang dicirikan oleh pelbagai cabaran ekonomi. i-REIT yang terpilih untuk kajian ini ialah Al-'Aqar Healthcare REIT (ALAQAR), Axis Real Estate Investment Trust (AXREIT), KLCC Real Estate Investment Trust (KLCC REIT), dan Al-Salām Real Estate Investment Trust (ALSREIT). AME Real Estate Investment Trust (AMEREIT) tidak dimasukkan dalam skop kajian kerana penyenaraiannya yang baharu pada 20 September 2022. Setiap i-REIT yang dikaji mempamerkan kepelbagaian dalam portfolio hartanah: ALAQAR mengkhusus dalam subsektor penjagaan kesihatan, AXREIT dominan dalam harta perindustrian, KLCC REIT berfokus pada hartanah pejabat, manakala ALSREIT mempunyai tumpuan utama dalam harta kediaman. Kepelbagaian ini membolehkan analisis yang komprehensif terhadap prestasi i-REIT merentas pelbagai segmen pasaran hartanah dalam konteks ketidaktentuan ekonomi semasa. Pemilihan tempoh kajian bermula pada tahun 2018 adalah signifikan kerana ia menandakan permulaan perubahan politik domestik yang besar, diikuti oleh kejutan ekonomi global akibat pandemik COVID-19 pada tahun 2020, serta tempoh pemulihan dan penyesuaian ekonomi pasca-krisis sehingga tahun 2024.

Analisis nisbah kewangan digunakan bagi menilai keupayaan dalaman i-REIT dari aspek kecairan, struktur pembiayaan dan keuntungan semasa tempoh ketidaktentuan ekonomi. Pendekatan ini membolehkan penilaian kecekapan pengurusan kewangan serta daya tahan operasi dana secara sistematik. Selain itu, analisis nisbah kewangan merupakan kaedah yang lazim digunakan dalam kajian berkaitan REIT dan i-REIT serta sesuai untuk perbandingan prestasi merentas subsektor hartanah. Seterusnya, nisbah kewangan yang diperoleh daripada analisis digunakan sebagai petunjuk kepada pengurusan kewangan i-REIT dalam aspek tertentu berdasarkan item terpilih. Antara aspek pengurusan kewangan i-REIT yang dipertimbangkan ialah kecairan, pembiayaan dan keuntungan.

#### **i. Nisbah kecairan**

Nisbah ini digunakan untuk menentukan keupayaan syarikat untuk membayar hutang jangka pendeknya. Kecairan yang tinggi memudahkan syarikat membayar pemiutang tepat pada masanya. Nisbah kecairan dalam kajian ini terdiri daripada nisbah semasa dan nisbah tunai. Nisbah semasa menilai keupayaan syarikat untuk menampung hutang jangka pendek dengan aset semasa. Nisbah tunai juga menentukan sama ada syarikat mampu membayar hutang jangka pendek dengan tunai atau sumber tunai terdekat. Nisbah semasa atau nisbah tunai yang lebih rendah daripada 1 menunjukkan syarikat mempunyai liabiliti semasa yang melebihi aset semasa atau tunai dan setara tunai. Biasanya, nisbah tunai syarikat lebih rendah daripada nisbah semasa.

Formula nisbah semasa:

$$\text{Nisbah semasa} = \frac{\text{Aset semasa}}{\text{Liabiliti semasa}}$$

Formula nisbah tunai:

$$\text{Nisbah tunai} = \frac{\text{Tunai dan setara tunai}}{\text{Liabiliti semasa}}$$

ii. Nisbah pembiayaan

Nisbah ini menunjukkan sama ada syarikat menggunakan lebih banyak pembiayaan hutang daripada pembiayaan ekuiti untuk membiayai aset dan operasi. Risiko syarikat sangat berkait rapat dengan tahap pertumbuhan syarikat. Nisbah leverage yang tinggi menunjukkan bahawa syarikat mempunyai tahap hutang yang tinggi. Nisbah agregat dalam kajian ini termasuk nisbah hutang kepada aset dan nisbah hutang kepada ekuiti. Nisbah hutang melebihi 1 atau 100% bermakna syarikat mempunyai lebih banyak hutang daripada aset. Seterusnya, nisbah hutang kepada ekuiti boleh mengukur tahap struktur modal syarikat. Syarikat-syarikat yang secara agresif membiayai pertumbuhan melalui hutang mempunyai nisbah hutang kepada ekuiti yang tinggi. Ekuiti pemegang saham biasa dalam konteks i-REIT merujuk kepada jumlah dana pemegang unit.

Formula nisbah hutang kepada aset:

$$\text{Nisbah hutang kepada aset} = \frac{\text{Jumlah liabiliti}}{\text{Jumlah aset}}$$

Formula nisbah hutang kepada ekuiti:

$$\text{Nisbah hutang kepada ekuiti} = \frac{\text{Jumlah liabiliti}}{\text{Jumlah dana pemegang unit}}$$

iii. Nisbah keuntungan

Nisbah ini digunakan untuk mengukur keberkesanan syarikat menggunakan sumbernya untuk menjana keuntungan. Syarikat yang dapat menjana keuntungan dengan cekap mempunyai nisbah keuntungan yang tinggi. Nisbah keuntungan dalam kajian ini terdiri daripada pulangan aset dan pulangan ekuiti. Pulangan aset menunjukkan kecekapan yang mana syarikat menggunakan aset yang dimilikinya untuk membuat keuntungan. Pulangan ekuiti juga mengukur keuntungan yang diperoleh pemegang saham biasa daripada melabur dalam syarikat. Syarikat-syarikat yang boleh menukar pembiayaan ekuiti kepada keuntungan dengan baik mempunyai pulangan ekuiti yang tinggi. Ekuiti pemegang saham biasa dalam konteks i-REIT adalah jumlah dana pemegang unit. Di samping itu, tahap kecekapan syarikat yang menjana keuntungan boleh dinilai dengan membandingkan pulangan aset dan pulangan ekuiti dengan syarikat lain dalam industri yang sama.

Formula pulangan ke atas aset:

$$\text{Pulangan atas aset} = \frac{\text{Pendapatan bersih}}{\text{Jumlah aset}}$$

Formula pulangan ekuiti:

$$\text{Pulangan atas ekuiti} = \frac{\text{Pendapatan bersih}}{\text{Jumlah dana pemegang unit}}$$

Di samping itu, analisis nisbah biasanya melibatkan empat pendekatan: menganalisis arah aliran, membuat perbandingan nisbah antara tahun semasa dan tahun sebelumnya, menganalisis nisbah purata industri dan menganalisis nisbah pesaing terdekat.

Kajian ini mempunyai beberapa keterbatasan. Pertama, analisis terhad kepada empat i-REIT yang telah matang, dan tidak merangkumi i-REIT baharu. Kedua, kajian ini tidak memasukkan pembolehubah makroekonomi secara eksplisit dalam analisis statistik. Ketiga, tempoh kajian terhad kepada 2018–2024 dan tidak menilai kesan jangka panjang pasca-kekrisis.

## Hasil Kajian

Analisis Prestasi Kewangan i-REIT di Malaysia Berdasarkan Nisbah Kecairan, Pembiayaan dan Keuntungan

### A. Nisbah Kecairan

#### A1. Nisbah Semasa

I-REIT	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
ALAQAR	4.015	1.439	19.253	5.444	5.538	2.42	1.57
AXREIT	0.045	0.203	0.120	0.362	0.078	0.09	0.18
KLCC	0.110	0.992	0.211	2.180	2.429	0.95	2.01
ALSREIT	5.168	0.110	0.866	4.011	0.159	0.54	1.71

#### A2. Nisbah Tunai

I-REIT	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
ALAQAR	3.128	1.042	11.873	3.469	3.351	1.54	1.20
AXREIT	0.021	0.116	0.059	0.320	0.050	0.04	0.12
KLCC	0.101	0.913	0.201	2.084	2.355	0.95	2.01
ALSREIT	2.883	0.059	0.421	1.659	0.079	0.53	1.15

B. Nisbah Pembiayaan

B1. Hutang kepada Aset (%)

I-REIT	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
ALAQAR	39.21	41.85	41.28	43.21	47.98	42.23	42.61
AXREIT	41.42	32.63	36.89	34.16	39.57	37.52	37.27
KLCC	16.27	16.74	16.76	16.53	16.55	16.06	26.58
ALSREIT	46.22	49.93	52.16	52.75	50.86	50.89	50.78

B2. Hutang kepada Ekuiti (%)

I-REIT	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
ALAQAR	64.51	71.97	70.30	76.09	92.24	71.00	72.00
AXREIT	70.69	48.44	58.46	51.89	65.47	55.00	53.00
KLCC	19.43	20.10	20.14	19.80	19.83	15.00	32.00
ALSREIT	85.95	99.73	109.04	111.62	103.48	99.00	99.00

C. Nisbah Keuntungan

C1. Pulangan ke atas Aset (ROA %)

I-REIT	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
ALAQAR	5.36	4.47	2.89	2.85	3.12	3.53	3.50
AXREIT	5.46	6.78	4.22	5.22	4.47	2.90	2.99
KLCC	4.56	4.47	4.53	3.85	5.24	3.55	3.65
ALSREIT	3.49	2.91	-1.08	0.17	5.01	2.18	2.28

C2. Pulangan ke atas Ekuiti (ROE %)

I-REIT	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
ALAQAR	8.81	7.69	4.92	5.01	5.99	5.94	5.48
AXREIT	9.31	10.07	6.69	7.93	7.40	8.07	6.86
KLCC	5.45	5.37	5.44	4.61	6.28	6.98	7.27
ALSREIT	6.49	5.80	-2.25	0.36	10.20	3.38	0.82

## Analisis Dinamik Kewangan i-Reit Mengikuti Fasa Ekonomi

### Analisis Pra-Pandemik (2018–2019)

Dalam tempoh pra-pandemik, prestasi kewangan i-REIT di Malaysia menunjukkan keadaan yang relatif stabil tetapi heterogen dari segi strategi kecairan dan struktur pembiayaan. Data menunjukkan bahawa ALAQAR dan ALSREIT mengekalkan nisbah kecairan yang tinggi, khususnya nisbah semasa dan nisbah tunai, berbanding AXREIT dan KLCC, yang beroperasi dengan kecairan yang lebih rendah tetapi lebih efisien. Keadaan ini mencerminkan perbezaan strategi pengurusan risiko, selaras dengan *Liquidity Risk Trade-Off Theory*, yang menyatakan bahawa firma dengan tahap kecairan yang tinggi cenderung mengorbankan pulangan jangka pendek demi kestabilan kewangan.<sup>21</sup>

Dari sudut pembiayaan, KLCC REIT secara konsisten mencatatkan nisbah hutang kepada aset dan ekuiti yang rendah sekitar 16 hingga 20 peratus, menunjukkan pendekatan konservatif yang mengurangkan risiko kewangan. Sebaliknya, ALSREIT dan ALAQAR menunjukkan kebergantungan yang lebih tinggi terhadap pembiayaan hutang. Corak ini sejajar dengan *Pecking Order Theory*, yang menjelaskan bahawa firma cenderung mengutamakan sumber dalaman dan hutang sebelum pembiayaan ekuiti, khususnya apabila kos maklumat tidak simetri adalah tinggi.<sup>22</sup> Dari segi keuntungan, ROA dan ROE bagi semua i-REIT adalah positif dan stabil, mencerminkan keadaan pasaran hartanah Islam yang matang sebelum krisis. Dapatan ini konsisten dengan kajian Newell dan Osmadi serta Basse et al., yang mendapati bahawa REIT lazimnya berprestasi stabil dalam persekitaran ekonomi normal dengan tahap risiko sistemik yang terkawal.<sup>23</sup>

### Analisis Tempoh Krisis (2020–2021)

Tempoh pandemik COVID-19 menandakan kejutan struktur yang ketara terhadap prestasi kewangan i-REIT. Data menunjukkan peningkatan mendadak nisbah kecairan, khususnya bagi ALAQAR yang mencatat nisbah semasa melebihi 19 pada tahun 2020. Peningkatan ini mencerminkan strategi *liquidity hoarding*, iaitu keadaan di mana REIT mengekalkan pegangan aset cair yang tinggi sebagai langkah perlindungan terhadap ketidakpastian aliran tunai, selaras dengan hujah Acharya, Almeida dan Campello.<sup>24</sup> Walau bagaimanapun, peningkatan kecairan ini disertai dengan kemerosotan keuntungan, khususnya bagi ALSREIT yang mencatat ROA dan ROE

---

<sup>21</sup>Viral V. Acharya dan Hasan Naqvi, "The Seeds of a Crisis: A Theory of Bank Liquidity and Risk Taking over the Business Cycle," *Journal of Financial Economics* 106, no. 2 (2012): 349–366.

<sup>22</sup>Stewart C. Myers dan Nicholas S. Majluf, "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information That Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics* 13, no. 2 (1984): 187–221.

<sup>23</sup>Graeme Newell dan A. Osmadi, "The Development and Preliminary Performance Analysis of Islamic REITs in Malaysia," *Journal of Property Research* 26, no. 4 (2010): 329–347; Tobias Basse, Michael Friedrich, dan Enrique Vazquez Bea, "REITs and the Financial Crisis: Empirical Evidence from the United States," *International Journal of Business and Management* 4, no. 11 (2009): 3–10.

<sup>24</sup>Viral V. Acharya, Heitor Almeida, dan Murillo Campello, "Aggregate Risk and the Choice between Cash and Lines of Credit," *Journal of Finance* 68, no. 5 (2013): 2059–2116.

negatif pada tahun 2020. Fenomena ini menyokong *Liquidity–Risk Trade-Off Theory*, di mana pegangan kecairan yang berlebihan mengurangkan keupayaan aset untuk menjana pulangan.<sup>25</sup>

Dari perspektif pembiayaan, nisbah hutang kepada aset dan ekuiti meningkat secara konsisten bagi hampir semua i-REIT, terutamanya ALSREIT dan ALAQAR. Keadaan ini menunjukkan bahawa REIT memilih pembiayaan hutang sebagai mekanisme kelangsungan operasi apabila pendapatan sewaan terjejas, selaras dengan *Pecking Order Theory*, di mana hutang menjadi pilihan utama apabila dana dalaman merosot. Corak yang sama turut diperhatikan dalam kajian REIT di pasaran Asia semasa pandemik.<sup>26</sup> Secara keseluruhan, tempoh krisis memperlihatkan ketegangan antara kecairan, leverage dan keuntungan, di mana kestabilan jangka pendek diutamakan berbanding prestasi pulangan.

### **Analisis Pasca-Pandemik dan Pemulihan (2022–2024)**

Fasa pasca-pandemik memperlihatkan penyusunan semula struktur kewangan i-REIT ke arah keadaan yang lebih seimbang. Nisbah kecairan mula menurun ke paras yang lebih normal, khususnya bagi ALAQAR dan ALSREIT, menandakan peralihan daripada strategi defensif kepada pengoptimuman aset. Dalam tempoh ini, ROA dan ROE menunjukkan pemulihan beransur-ansur, walaupun tidak sepenuhnya kembali ke tahap pra-pandemik bagi semua REIT. Menariknya, KLCC REIT muncul sebagai entiti yang paling stabil pasca-pandemik, dengan peningkatan ROE serta kawalan leverage yang konsisten. Keadaan ini menunjukkan kelebihan struktur pembiayaan konservatif dalam menghadapi kejutan ekonomi, selaras dengan dapatan Morri dan Beretta yang menegaskan bahawa REIT dengan tahap leverage rendah adalah lebih berdaya tahan dalam fasa pemulihan.<sup>27</sup>

Dalam konteks teori, fasa pemulihan ini menyokong hujah bahawa *Pecking Order Theory* bersifat dinamik, di mana keutamaan pembiayaan berubah mengikut kitaran ekonomi. Sementara itu, *Liquidity–Risk Trade-Off* kembali kepada keseimbangan baharu, apabila kecairan yang mencukupi dikekalkan tanpa menjejaskan pulangan secara signifikan. Kajian mengenai REIT Asia turut mendapati bahawa dalam tempoh pasca-krisis, REIT cenderung menstruktur semula tahap kecairan dan hutang bagi mengoptimumkan nilai jangka panjang.<sup>28</sup>

### **Perbincangan Hasil Kajian Dan Implikasi Dasar**

Ketidakstabilan politik domestik serta krisis pandemik COVID-19 telah mewujudkan persekitaran ekonomi yang tidak menentu sepanjang tempoh kajian, sekali gus memberi kesan langsung terhadap prestasi instrumen pelaburan hartanah di pasaran modal Malaysia, termasuk Amanah Pelaburan Hartanah Islam (i-REIT). Analisis terhadap empat i-REIT terpilih iaitu ALAQAR, AXREIT, ALSREIT dan KLCC REIT bagi tempoh 2018 hingga 2024 mendedahkan corak prestasi

---

<sup>25</sup>John Maynard Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money* (London: Macmillan, 1936); Tim Opler, Lee Pinkowitz, René Stulz, dan Rohan Williamson, "The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings," *Journal of Financial Economics* 52, no. 1 (1999): 3–46.

<sup>26</sup>T. Chang dan S. Khavari, "Global Comparison of Real Estate Investment Trusts: Performance and Resilience throughout the COVID-19 Pandemic," *Cambridge Open Engage* (2024).

<sup>27</sup>Giacomo Morri dan Claudio Beretta, "The Capital Structure Determinants of REITs: Is It a Peculiar Industry?" *Journal of European Real Estate Research* 1, no. 1 (2008): 6–57.

<sup>28</sup>Joseph T. L. Ooi, Seow Eng Ong, dan Pei-Hoon Neo, "The Wealth Effects of Property Acquisitions: Evidence from Japanese and Singaporean REITs," *Real Estate Economics* 39, no. 3 (2011): 487–505.

keuangan yang tidak seragam, mencerminkan perbezaan ketara dari segi komposisi portfolio, subsektor hartanah serta strategi pengurusan kewangan masing-masing.

Dari sudut pulangan ke atas aset (ROA), kesemua i-REIT mencatatkan kemerosotan prestasi yang ketara pada tahun 2020, sejajar dengan kesan langsung pandemik terhadap aktiviti ekonomi dan sektor hartanah. Namun begitu, KLCC REIT menunjukkan corak kemerosotan yang lebih tertangguh, dengan ROA terendah direkodkan pada tahun 2021. Keadaan ini mencadangkan tahap daya tahan yang lebih tinggi, berkemungkinan disokong oleh kontrak sewaan jangka panjang serta kualiti aset premium di lokasi strategik pusat bandar. Secara agregat, purata ROA industri i-REIT Malaysia dianggarkan sekitar 3.9%, yang boleh dijadikan penanda aras prestasi sektor. Dalam konteks ini, hanya AXREIT dan KLCC REIT berjaya mengatasi purata tersebut, mencerminkan kecekapan pengurusan aset yang relatif lebih tinggi berbanding pesaing lain.

AXREIT secara konsisten muncul sebagai i-REIT dengan purata ROA tertinggi sepanjang tempoh kajian, menandakan keupayaan pengurusan aset yang lebih cekap dan berdaya tahan. Sebaliknya, ALSREIT mencatatkan purata ROA terendah, menunjukkan cabaran yang lebih ketara dalam menjana pulangan daripada aset yang dimiliki. Perbezaan ini menekankan bahawa prestasi i-REIT tidak hanya dipengaruhi oleh faktor makroekonomi, tetapi juga oleh struktur portfolio dan keupayaan pengurusan dalaman dana.

Corak yang hampir serupa turut diperhatikan dalam analisis pulangan ke atas ekuiti (ROE), walaupun dengan implikasi yang lebih kompleks dari sudut struktur modal. Purata ROE kolektif bagi keempat-empat i-REIT direkodkan pada 6.08%, lebih tinggi berbanding purata ROA, mencerminkan kesan pengumpulan (leverage effect) dalam operasi i-REIT. AXREIT sekali lagi mencatatkan prestasi terbaik, manakala ALSREIT kekal sebagai i-REIT dengan prestasi terendah. Menariknya, hanya ALAQAR dan AXREIT berjaya mengatasi purata ROE industri, manakala KLCC REIT, walaupun cemerlang dari sudut kecekapan aset tidak mencapai prestasi ROE yang setara. Keadaan ini menunjukkan bahawa kecekapan pengurusan aset tidak semestinya diterjemahkan kepada pulangan maksimum kepada pemegang unit sekiranya struktur modal dan tahap leverage tidak dioptimumkan secara strategik.

Perbezaan prestasi antara i-REIT ini boleh dikaitkan secara langsung dengan pendedahan subsektor hartanah masing-masing. AXREIT, yang tertumpu kepada hartanah perindustrian, berkemungkinan mendapat manfaat daripada pertumbuhan pesat e-dagang dan peningkatan permintaan terhadap ruang logistik semasa pandemik. Sebaliknya, ALSREIT yang lebih tertumpu kepada hartanah kediaman mungkin terkesan oleh tekanan terhadap pasaran sewa serta ketidakpastian pendapatan isi rumah. ALAQAR pula menunjukkan prestasi yang relatif stabil, selari dengan fokusnya terhadap sektor penjagaan kesihatan yang kekal kritikal sepanjang krisis kesihatan global. KLCC REIT, dengan pendedahan utama kepada hartanah pejabat, berhadapan cabaran akibat peralihan kepada kerja jarak jauh, namun kualiti aset dan lokasi premium berpotensi menyokong kestabilan nilai jangka panjang.

Dapatan empirikal ini membawa implikasi penting terhadap dasar pengawalseliaan pasaran modal Islam di Malaysia. Variasi ketara dari segi prestasi, kecairan dan leverage antara i-REIT mencadangkan keperluan kepada pendekatan kawal selia yang lebih berasaskan risiko, khususnya semasa tempoh ketidakpastian ekonomi. Dalam konteks ini, pengawal selia boleh mempertimbangkan rangka kerja pengurusan kecairan dan had pembiayaan yang lebih fleksibel tetapi berdisiplin, bagi memastikan kelangsungan operasi i-REIT tanpa menjejaskan pematuhan kepada prinsip Syariah.

Selain itu, perbezaan prestasi merentas subsektor hartanah menunjukkan bahawa dasar pembangunan i-REIT tidak wajar bersifat seragam, sebaliknya perlu mengambil kira struktur risiko khusus setiap subsektor dalam merangka insentif, kelulusan pelaburan baharu dan pemantauan prestasi. Dapatan kajian ini juga menegaskan kepentingan ketelusan pelaporan kewangan dan pendedahan risiko yang lebih menyeluruh, terutamanya dalam meningkatkan keyakinan pelabur institusi dan runcit terhadap pasaran i-REIT semasa episod ketidaktentuan ekonomi.

Secara keseluruhannya, kajian ini mengesahkan bahawa walaupun semua i-REIT terkesan oleh kejutan ekonomi, magnitud dan tempoh kesannya bergantung secara signifikan kepada komposisi portfolio, subsektor hartanah dan strategi pengurusan kewangan. Justeru, penilaian prestasi i-REIT perlu dilakukan secara lebih granular dan berfokus kepada ciri spesifik setiap dana, bukan semata-mata berdasarkan prestasi agregat sektor. Pendekatan ini bukan sahaja relevan untuk pelabur dan penganalisis pasaran, malah penting dalam merangka dasar pengawalseliaan yang lebih mampan dan responsif terhadap dinamik pasaran i-REIT Islam di Malaysia.

## **Kesimpulan**

Kajian ini menilai kemampanan kewangan Amanah Pelaburan Hartanah Islam (i-REIT) di Malaysia bagi tempoh 2018 hingga 2024 dengan menggunakan analisis nisbah kewangan dalam konteks ketidaktentuan ekonomi berbilang krisis. Secara keseluruhan, dapatan kajian menyokong hujah bahawa kemampanan i-REIT bersifat dinamik dan bergantung kepada interaksi antara kecairan, struktur pembiayaan dan keupayaan menjana keuntungan, selari dengan kerangka Liquidity Risk Trade-Off Theory dan Pecking Order Theory.

Dari perspektif Liquidity Risk Trade-Off Theory, peningkatan ketara nisbah kecairan semasa tempoh krisis mencerminkan strategi perlindungan jangka pendek bagi mengekalkan kelangsungan operasi. Walau bagaimanapun, strategi ini disertai dengan kemerosotan nisbah keuntungan, menunjukkan bahawa pegangan kecairan berlebihan boleh menjejaskan kecekapan penajaan pulangan. Dapatan ini mengesahkan kewujudan pertukaran antara kestabilan kewangan jangka pendek dan prestasi pulangan, khususnya semasa episod ketidaktentuan ekonomi yang berpanjangan.

Sementara itu, corak perubahan struktur pembiayaan i-REIT sepanjang tempoh kajian adalah konsisten dengan Pecking Order Theory, di mana pembiayaan hutang menjadi pilihan utama semasa tekanan ekonomi apabila sumber dalaman terhad. Walau bagaimanapun, dapatan pasca-krisis menunjukkan kecenderungan i-REIT untuk menstruktur semula tahap leverage ke arah keseimbangan yang lebih mampan, menandakan sifat teori ini yang bersifat kitaran dan kontekstual mengikut fasa ekonomi.

Secara keseluruhannya, kajian ini menunjukkan bahawa kemampanan i-REIT tidak hanya ditentukan oleh tahap kecairan atau leverage secara individu, tetapi oleh keupayaan pengurus dana mengimbangi pertukaran risiko–pulangan merentas kitaran ekonomi. Oleh itu, i-REIT berpotensi berfungsi sebagai instrumen pelaburan patuh Syariah yang mampan dalam jangka sederhana dan panjang, tertakluk kepada disiplin pengurusan kewangan, kepelbagaian subsektor hartanah dan penyesuaian strategi pembiayaan yang selari dengan perubahan persekitaran ekonomi.

## Rujukan

- Acharya, Viral V., and Hasan Naqvi. "The Seeds of a Crisis: A Theory of Bank Liquidity and Risk Taking over the Business Cycle." *Journal of Financial Economics* 106, no. 2 (2012): 349–366. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.05.014>.
- Acharya, Viral V., Heitor Almeida, and Murillo Campello. "Aggregate Risk and the Choice between Cash and Lines of Credit." NBER Working Paper no. 16122. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2010. <https://doi.org/10.3386/w16122>.
- Ahmad, N., and S. F. M. Nafiah. "Impact of Ownership Structure and Diversification on Firm Value: Evidence from Shariah and Non-Shariah Compliant REIT Companies." *Journal of Islamic Management Studies* 2, no. 2 (2020): 59–66.
- Akinsomi, Omokolade. "How Resilient Are REITs to a Pandemic? The COVID-19 Effect." *Journal of Property Investment & Finance* 39, no. 1 (2021): 19–24. <https://doi.org/10.1108/JPIF-06-2020-0065>.
- Al-Haija, Emad A., and M. Syed. "Islamic Real Estate Investment Trusts: A Comparative Study between Emirates REIT (UAE) and Al-Salam REIT (Malaysia)." *Journal of Islamic Accounting and Business Research* 12, no. 6 (2021): 904–918. <https://doi.org/10.1108/JIABR-09-2020-0273>.
- Amir, U. A. M., N. I. Masdi, N. M. Saad, N. M. Yusof, and S. S. Azmi. "The Volatility of FTSE Bursa Malaysia KLCI during the COVID-19 Pandemic." *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences* 12, no. 4 (2022): 349–356.
- Azhar Mohamad. "Elections and the Financial Market Puzzle: Evidence from Malaysia." *Managerial Finance* 49, no. 4 (2023): 703–723. <https://doi.org/10.1108/MF-04-2022-0185>.
- Basse, T., M. Friedrich, and E. Vazquez Bea. "REITs and the Financial Crisis: Empirical Evidence from the U.S." *International Journal of Business and Management* 4, no. 11 (2009): 3–10.
- Chang, T., and S. Khavari. "Global Comparison of Real Estate Investment Trusts: Performance and Resilience throughout the COVID-19 Pandemic." *Cambridge Open Engage* (2024). <https://doi.org/10.33774/coe-2024-gn6t0>.
- Cheng, C., F. Rosli, and D. M. Kartika. "Perang Perdagangan AS–China: Adakah Malaysia Mendapat Manfaat daripada 'Lencongan' dalam Permintaan Import AS?" *ISIS Policy Brief*, no. 2 (2019). [https://www.isis.org.my/wp-content/uploads/2019/10/POLICY-BRIEF\\_REV01.pdf](https://www.isis.org.my/wp-content/uploads/2019/10/POLICY-BRIEF_REV01.pdf).
- Clark, L., and S. Jones. *Perang Rusia–Ukraine: Kesan kepada Industri Semikonduktor*. KPMG, 2022. <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/ua/pdf/2022/05/impact-on-semiconductor-industry.pdf>.
- Drakopoulou, Veliota. "A Review of Fundamental and Technical Stock Analysis Techniques." *Journal of Stock & Forex Trading* 5 (2016): 1–5. <https://doi.org/10.4172/2168-9458.1000163>.
- Eirwan, N. A., and M. N. M. Noor. "Pakatan Harapan dan Pengurusan Ekonomi di Malaysia, 2018–2020: Satu Analisis." *Jurnal Wacana Prasiswazah* 7, no. 2 (2023): 1–16. <https://spaj.ukm.my/jws/index.php/jws/article/view/528>.
- Institut Demokrasi dan Hal Ehwal Ekonomi (IDEAS). *Pemantau BRI: Laluan Rel Pantai Timur (ECRL)*. Kuala Lumpur, 2020. [https://www.brimonitor.org/wp-content/uploads/2021/07/CS\\_ECRL.pdf](https://www.brimonitor.org/wp-content/uploads/2021/07/CS_ECRL.pdf).

- Itakura, K. "Evaluating the Impact of the U.S.–China Trade War." *Asian Economic Policy Review* 15 (2020): 77–93. <https://doi.org/10.1111/aepr.12286>.
- Jin, C. "Impact of the COVID-19 Pandemic on China's Stock Market Volatility during and after the Outbreak: Evidence from an ARDL Approach." *Frontiers in Public Health* 10 (2022): 810102. <https://doi.org/10.3389/fpubh.2022.810102>.
- Keynes, John Maynard. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: Macmillan, 1936.
- Khudaykulova, M., H. Yuanqiong, and A. Khudaykulov. "Economic Consequences and Implications of the Russia–Ukraine War." *International Journal of Management Sciences and Business Administration* 8, no. 4 (2022): 44–52. <https://doi.org/10.18775/ijmsba.1849-5664-5419.2014.84.1005>.
- Lee, C. "Economic Reform after Regime Change in Malaysia." *Asian Economic Policy Review* 15, no. 2 (2020): 239–57. <https://doi.org/10.1111/aepr.12295>.
- Mohd Nizal Haniff, Rodziah Abd Samad, and Christabel S. *Pengurusan Kewangan untuk Pemula*. 5th ed. Kuala Lumpur: McGraw-Hill Education (Malaysia) Sdn. Bhd., 2021.
- Mohd Yahya Mohd Hussin, Fidlizan Muhammad, Azila Abdul Razak, Fatimah Salwa Abdul Hadi, and Gan Pei-Ting. "Peranan Pembolehubah Makroekonomi dalam Pasaran Amanah Pelaburan Hartanah Islam (I-REIT) di Malaysia." *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences* 7, no. 4 (2017): 911–26. [https://hrmars.com/papers\\_submitted/2901/The\\_Role\\_of\\_Macroeconomic\\_Variables\\_in\\_the\\_Islamic\\_Real\\_Estate\\_Investment\\_Trusts\\_\(I-REIT\)\\_Market\\_in\\_Malaysia.pdf](https://hrmars.com/papers_submitted/2901/The_Role_of_Macroeconomic_Variables_in_the_Islamic_Real_Estate_Investment_Trusts_(I-REIT)_Market_in_Malaysia.pdf).
- Morri, Giacomo, and Claudio Beretta. "The Capital Structure Determinants of REITs: Is It a Peculiar Industry?" *Journal of European Real Estate Research* 1, no. 1 (2008): 6–57. <https://doi.org/10.1108/17539260810891488>.
- Morrison, Wayne M. *China–U.S. Trade Issues*. Washington, DC: Congressional Research Service, 2018. <https://sgp.fas.org/crs/row/RL33536.pdf>.
- Myers, Stewart C., and Nicholas S. Majluf. "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information That Investors Do Not Have." *Journal of Financial Economics* 13, no. 2 (1984): 187–221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0).
- Nadzri, Mohamed Mohd Nizah. "Pilihan Raya Umum ke-14, Kejatuhan Barisan Nasional, dan Perkembangan Politik di Malaysia, 1957–2018." *Journal of Current Southeast Asian Affairs* 37, no. 3 (2018): 139–71. <https://doi.org/10.1177/186810341803700307>.
- Newell, Graeme, and A. Osmadi. "The Development and Preliminary Performance Analysis of Islamic REITs in Malaysia." *Journal of Property Research* 26, no. 4 (2010): 329–47. <https://doi.org/10.1080/09599916.2010.509500>.
- Nik Maheran Nik Muhammad, and Rikinorhakis Ridzwan. *Asas Pengurusan Kewangan*. 2nd ed. Kelantan: Akhbar Universiti Malaysia Kelantan, 2019.
- Noryati Ahmad, and Siti Fathonah Mohd Nafiah. "Kesan Struktur Pemilikan dan Kepelbagaian Nilai Firma: Bukti Syarikat REITs Patuh Syariah dan Bukan Syariah." *Journal of Islamic Management Studies* 2, no. 2 (2019): 59–66. <https://publications.waim.my/index.php/jims/article/view/131>.
- Nti, Isaac Kwame, Adebayo F. Adekoya, and Benjamin A. Weyori. "A Systematic Review of Fundamental and Technical Analysis of Stock Market Predictions." *Artificial Intelligence Review* 53 (2020): 3007–57. <https://doi.org/10.1007/s10462-019-09754-z>.

- Ooi, Joseph T. L., Seow Eng Ong, and Pei-Hoon Neo. "The Wealth Effects of Property Acquisitions: Evidence from Japanese and Singaporean REITs." *Real Estate Economics* 39, no. 3 (2011): 487–505. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6229.2010.00298.x>.
- Opler, Tim, Lee Pinkowitz, René Stulz, and Rohan Williamson. "The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings." *Journal of Financial Economics* 52, no. 1 (1999): 3–46. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00003-3](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00003-3).
- Ozili, Peterson K. "COVID-19 Pandemic and Economic Crisis: The Nigerian Experience and Structural Causes." SSRN Working Paper, 2020. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3567419](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3567419).
- Salami, M. A., H. Tanrivermis, and Y. Tanrivermis. "Performance Evaluation and Volatility of Turkish REITs during the COVID-19 Pandemic." *Journal of Property Investment & Finance* 41, no. 5 (2023): 473–505. <https://doi.org/10.1108/JPIF-02-2022-0017>.
- Shah, A. U. M., S. N. A. Safri, R. Thevadas, N. K. Noordin, A. A. Rahman, Z. Sekawi, A. Ideris, and M. T. H. Sultan. "COVID-19 Outbreak in Malaysia: Actions Taken by the Malaysian Government." *International Journal of Infectious Diseases* 97 (2020): 108–16. <https://doi.org/10.1016/j.ijid.2020.05.093>.
- Siti Marsila Mhd Ruslan. "Prestasi Kewangan REIT Islam di Malaysia." *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance* 15, no. 1 (2019): 191–220. <https://doi.org/10.21315/aamjaf2019.15.1.8>.
- Suhaiza Ismail, Nori Yani Abu Talib, Morni Hayati Jaafar Sidik, and Nazrul Hisham Ab Razak. *Kewangan untuk Pelajar Perakaunan*. 2nd ed. Gombak: Akhbar Universiti Islam Antarabangsa Malaysia, 2023.
- Sukor, M. E. A., Z. A. Sujak, and K. Noordin. "Conventional REITs, Islamic REITs and Macroeconomic Variables in Malaysia: A Review." *ISRA International Journal of Islamic Finance* 12, no. 1 (2020): 131–43. <https://doi.org/10.1108/IJIF-08-2018-0089>.
- Suruhanjaya Sekuriti Malaysia. *Garis Panduan Amanah Pelaburan Hartanah Islam*. Kuala Lumpur, 2005.
- . *Buletin Dwi-Tahunan Pasaran Modal Islam Malaysia* 13, nos. 1–2 (2018).
- . *Buletin Dwi-Tahunan Pasaran Modal Islam Malaysia* 14, nos. 1–2 (2019).
- . *Garis Panduan mengenai Amanah Pelaburan Hartanah yang Disenaraikan*. Kuala Lumpur, 2019.
- . *Buletin Dwi-Tahunan Pasaran Modal Islam Malaysia* 15, nos. 1–2 (2020).
- . *Buletin Dwi-Tahunan Pasaran Modal Islam Malaysia* 16, nos. 1–2 (2021).
- . *Buletin Dwi-Tahunan Pasaran Modal Islam Malaysia* 17, nos. 1–2 (2022).
- . *Garis Panduan mengenai Amanah Pelaburan Hartanah yang Disenaraikan*. Kuala Lumpur, 2022.
- . *Garis Panduan Produk dan Perkhidmatan Pasaran Modal Islam*. Kuala Lumpur, 2022.
- Tan, Raymond. "Bursa Malaysia Terus Susut kepada Paras Terendah dalam Tempoh 11 Tahun." *The Star*, March 20, 2020. <https://www.thestar.com.my/business/business-news/2020/03/20/bursa-malaysia-continues-slide-to-11-year-low>.
- Tan, Vanessa. "CNA Explains: Why Is the Ringgit So Weak and What Does It Mean for Malaysia's Economy?" *Channel News Asia*, May 25, 2022. <https://www.channelnewsasia.com/asia/cna-explains-ringgit-weak-economy-us-dollar-singapore-dollar-2706766>.

*Laporan tahunan I-REIT*

Al-Salām Real Estate Investment Trust

- Al-Salām REIT. *Laporan Tahunan Al-Salām Real Estate Investment Trust 2018*. Kuala Lumpur, 2018.  
———. *Laporan Tahunan Al-Salām Real Estate Investment Trust 2019*. Kuala Lumpur, 2019.  
———. *Laporan Tahunan Al-Salām Real Estate Investment Trust 2020*. Kuala Lumpur, 2020.  
———. *Laporan Tahunan Al-Salām Real Estate Investment Trust 2021*. Kuala Lumpur, 2021.  
———. *Laporan Tahunan Al-Salām Real Estate Investment Trust 2022*. Kuala Lumpur, 2022.  
———. *Laporan Tahunan Al-Salām Real Estate Investment Trust 2023*. Kuala Lumpur, 2023.  
———. *Laporan Tahunan Al-Salām Real Estate Investment Trust 2024*. Kuala Lumpur, 2024.

Axis Real Estate Investment Trust

- Axis REIT. *Laporan Tahunan Axis Real Estate Investment Trust 2018*. Kuala Lumpur, 2018.  
———. *Laporan Tahunan Axis Real Estate Investment Trust 2019*. Kuala Lumpur, 2019.  
———. *Laporan Tahunan Axis Real Estate Investment Trust 2020*. Kuala Lumpur, 2020.  
———. *Laporan Tahunan Axis Real Estate Investment Trust 2021*. Kuala Lumpur, 2021.  
———. *Laporan Tahunan Axis Real Estate Investment Trust 2022*. Kuala Lumpur, 2022.  
———. *Laporan Tahunan Axis Real Estate Investment Trust 2023*. Kuala Lumpur, 2023.  
———. *Laporan Tahunan Axis Real Estate Investment Trust 2024*. Kuala Lumpur, 2024.

KLCCP Stapled Group

- Kumpulan Stapled KLCCP. *Laporan Tahunan Kumpulan Stapled KLCCP 2018*. Kuala Lumpur, 2018.  
———. *Laporan Tahunan Kumpulan Stapled KLCCP 2019*. Kuala Lumpur, 2019.  
———. *Laporan Tahunan Kumpulan Stapled KLCCP 2020*. Kuala Lumpur, 2020.  
———. *Laporan Tahunan Kumpulan Stapled KLCCP 2021*. Kuala Lumpur, 2021.  
———. *Laporan Tahunan Kumpulan Stapled KLCCP 2022*. Kuala Lumpur, 2022.  
———. *Laporan Tahunan Kumpulan Stapled KLCCP 2023*. Kuala Lumpur, 2023.  
———. *Laporan Tahunan Kumpulan Stapled KLCCP 2024*. Kuala Lumpur, 2024.

Al-'Aqar Healthcare REIT

- Al-'Aqar Healthcare REIT. *Laporan Tahunan Al-'Aqar Healthcare REIT 2018*. Kuala Lumpur, 2018.  
———. *Laporan Tahunan Al-'Aqar Healthcare REIT 2019*. Kuala Lumpur, 2019.  
———. *Laporan Tahunan Al-'Aqar Healthcare REIT 2020*. Kuala Lumpur, 2020.  
———. *Laporan Tahunan Al-'Aqar Healthcare REIT 2021*. Kuala Lumpur, 2021.  
———. *Laporan Tahunan Al-'Aqar Healthcare REIT 2022*. Kuala Lumpur, 2022.  
———. *Laporan Tahunan Al-'Aqar Healthcare REIT 2023*. Kuala Lumpur, 2023.  
———. *Laporan Tahunan Al-'Aqar Healthcare REIT 2024*. Kuala Lumpur, 2024.