

Analisis Kemeruapan Indeks Syariah Ftse Bursa Malaysia: Kajian Kesan Bulan Ramadan Dan Syawal Terhadap Gelagat Pelabur

Volatility of FTSE Bursa Malaysia Syariah Index: Analysis of Investor Behaviour in the Month of Ramadhan and Syawal

Nurhanani Romli (nur_fini86@yahoo.com)
Ahmad Azam Sulaiman@ Mohamad (ahmadazams@um.edu.my)
Jabatan Syariah dan Ekonomi
Akademi Pengajian Islam
Universiti Malaya

ABSTRAK

Pasaran saham Islam merupakan pasaran yang bebas dari sebarang unsur yang diharamkan oleh Allah SWT. Menjadi kewajipan bagi pelabur Islam untuk mengelak dari terlibat dalam sebarang pelaburan yang dilarang dalam Islam. Ramadan merupakan suatu bulan yang mulia yang mana pada bulan tersebut kesemua umat Islam akan berpuasa menahan lapar dan dahaga. Ramadan dapat membantu manusia untuk mengawal hawa nafsu dan membentuk keperibadian yang mulia. Keperibadian yang mulia amat penting bagi memastikan manusia dapat mengawal hawa nafsu dalam sebarang tindakan yang dilakukan di muka bumi ini. Kajian ini akan mengkaji sejauh mana bulan Ramadan dan Syawal, dapat memberikan kesan terhadap gelagat pelabur dalam pasaran saham Islam. Kajian ini akan menggunakan data harian indeks syariah FTSE Bursa Malaysia Hijrah bermula dari tahun 2007-2010. Berdasarkan kajian ini nanti, kadar kemeruapan saham Islam akan dibandingkan selama 3 tahun bermula daripada bermulanya kerjasama di antara Bursa Malaysia dan FTSE. Kajian ini juga akan melihat kesan spekulasi terhadap indeks saham Islam kerana seperti yang telah diketahui umum, spekulasi berasaskan pasaran semata-mata merupakan satu aktiviti yang dilarang di dalam Islam kerana aktiviti ini akan mengakibatkan berlakunya masalah ketidakstabilan harga dalam pasaran saham dan seterusnya menjejaskan matlamat sebenar saham diniagakan. Melalui peningkatan dalam ibadat yang dilakukan dalam bulan tersebut, diharapkan dapat memberikan kesan dalam pembentukan rohani dan tindakan pelabur Islam semasa membuat pilihan untuk melabur.

Kata kunci : kemeruapan, perayaan

ABSTRACT

Islamic stock market is a market that is free from any element that is forbidden by Allah SWT. Shall be the duty of Muslims to prevent investors from engaging in any investment which is prohibited in Islam. In the month of Ramadan all Muslims fast for hunger and thirst. during the month of Ramadan, people will be trained to control the desires and forms a noble character. A noble personality is important for people to control the desires of any act done on this earth. This study will examine the behavior of investors in the stock market during the Muslim month of Ramadan and Syawal of the year 2007-2010. This study will use daily data for the index and selected macroeconomic factors starting in 2007-2010. Based on these studies later, the volatility of the stock index will be compared for 3 years starting from the mutual cooperation between Bursa Malaysia and FTSE. The study also will look at the effect of speculation on the stock index, such as Islam as well known, speculation based on market conditions only is an activity that is prohibited in Islam because this will lead to the problem of price volatility in the stock market and thus affect the real objective of shares traded. By increasing the rituals performed during the month, is expected to affect the way investors invest.

Keywords: Stock Volatility, Festivals

PENGENALAN

Pasaran modal Konvensional telah lama bertapak di dunia dan ianya telah menjadi amalan di kebanyakan Negara termasuklah Negara Islam. Bermula dari tahun 1960-an, kebanyakan Negara

Islam mula menyedari bahawa mereka tidak boleh selamanya mengamalkan sesuatu perkara yang bertentangan dengan ajaran Islam. Bermula pada saat itu, sedikit demi sedikit, pasaran modal konvensional telah diubah suai agar bersesuaian dengan norma-norma Islam. Di Malaysia, pasaran modal Islam mula mendapat perhatian apabila Tabung Haji telah melancarkan bon Islam yang pertama melalui Shell- MDS pada tahun 1990. Seterusnya RHB Unit Trust Management BHD juga telah memperkenalkan indeks syariah yang pertama pada May 1996. Bursa Malaysia juga telah memperkenalkan sekuriti Lulus Syariah pada tahun 1997 dan seterusnya melancarkan Indeks Syariah Bursa Malaysia pada 17 April 1999. Kesemua kaunter tersebut mestilah menjalani proses penapisan melalui Majlis Penasihat Syariah Suruhanjaya Sekuriti Malaysia sebelum disenaraikan sebagai kaunter lulus Syariah (Ahmad Shahrol Azman, 2005). Untuk mengembangkan lagi pasaran modal Islam diperingkat antarabangsa, Bursa telah menjalinkan kerjasama dengan FTSE bagi memastikan prestasi indeks syariah semakin berkembang dengan baik.

Pada 22 Januari 2001, Bursa Malaysia telah melancarkan FTSE Bursa Malaysia EMAS Indeks Syariah dan indeks ini telah menjadi satu pemangkin kearah mewujudkan pasaran ekuiti patuh Syariah yang lebih meluas. Indeks ini telah dikawal oleh Majlis Penasihat syariah Suruhanjaya Sekuriti Malaysia dan kesemua saham yang diniagakan mestilah melalui proses penapisan yang ditetapkan. Perkembangan Pasaran Ekuiti yang semakin memberangsangkan dan pada 21 Mei 2007 Bursa Malaysia telah melancarkan FTSE Bursa Malaysia Hijrah Shariah Index untuk keperluan pelabur Islam antarabangsa. Kesemua saham mestilah melalui proses saringan yang ketat sebelum dikelompokkan di bawah indeks ini. Perkembangan indeks syariah yang semakin memberangsangkan di Malaysia telah memberikan satu impak serta imej yang baik untuk pasaran modal Islam menerajui pasaran modal di Malaysia (Bursa Bytes, 2009). Setelah wujudnya FTSE yang berkaitan dengan pasaran modal Islam, Bursa Malaysia telah meluaskan lagi pasaran modal dalam Negara dengan meluaskan lagi operasi kerjasama FTSE. Bermula dari 6 Julai 2009, Kuala Lumpur Composite Index (KLCI) telah ditukarkan kepada FTSE Bursa Malaysia KLCI yang mana indeks tersebut merupakan salah satu daripada indeks utama yang menjadi kayu ukur untuk 100 saham teratas di BSKL. Berkuat kuasa pada bulan Jun 2011, status pasaran saham di Malaysia dinaik taraf daripada pasaran membangun sekunder kepada pasaran pesat membangun maju FTSE. Melalui perubahan status tersebut, Malaysia dijangka akan dapat menambah baik pengaruh Malaysia dalam indeks antarabangsa dan meningkatkan aliran portfolio asing ke dalam pasaran domestik. Kerjasama tersebut akan meletakkan Malaysia setaraf dengan Negara Brazil, Hungary, Mexico, Poland, Afrika Selatan dan Taiwan dan ini secara langsung akan menarik minat pelabur tempatan dan asing (Bursa Malaysia, 2011).

Pasaran saham yang semakin berkembang menjadi satu alternatif pelaburan kepada banyak pihak. Walaupun pasaran saham menjadi satu medium untuk memperoleh keuntungan namun masih terdapat larangan-larangan tertentu yang perlu dipatuhi oleh umat Islam semasa terlibat dalam aktiviti tersebut. Antara larangan tersebut adalah spekulasi, perjudian, gharar dan sebagainya. Walaupun sudah diterangkan dengan jelas tentang perkara-perkara yang diharamkan dalam pelaburan saham, namun masih terdapat pihak yang mengamalkan spekulasi dalam pasaran saham.

Ibadat puasa merupakan satu amalan yang diwajibkan oleh Allah swt kepada seluruh manusia di muka bumi. Setiap 1 Ramadan, kesemua umat Islam akan mula berpuasa bermula dari terbit fajar sehingga terbenamnya matahari selama sebulan. Puasa merupakan satu tarbiyah (latihan) diri, membersihkan hati, dan menahan diri dari lapar dan dahaga. Secara khususnya, berpuasa bukan sekadar menahan diri dari lapar dan dahaga malahan menahan diri dari melakukan perkara mengikut hawa nafsu. Puasa juga dapat menyuburkan sifat kasih sayang sesama manusia kerana dengan berpuasa, manusia akan dapat menyelami kesusahan dan kesulitan yang ditanggung oleh fakir miskin dan golongan yang kurang bernasib baik. (Muhammad, 1991). Secara keseluruhannya, berpuasa bukan sahaja sekadar menahan diri dari lapar dan dahaga malahan memelihara anggota badan yang lain seperti lidah, mata, hati dan sebagainya daripada melakukan perkara yang diharamkan oleh Allah SWT (Mohd Redzwan, Mohd Hasbi & Sulaiman Shakib, 2008). Terdapat dalil pensyariaan yang jelas terhadap amalan ini.

Rasulullah s.a.w bersabda yang maksudnya:

"Sebulan itu adalah dua puluh sembilan hari. Bila kamu sekalian melihat hilal Ramadhan berpuasalah dan bila kamu sekalian melihat hilal syawal berayalah. Jika mendung takdirkanlah hilal itu" (Riwayat Muslim)

"Wahai orang-orang yang beriman, diwajibkan atas kamu berpuasa pada bulan Ramadhan seperti orang-orang yang sebelum kamu, supaya kamu bertambah keimanan". (Surah al-Baqarah : 183)

Berdasarkan ayat al-Quraan dan hadis di atas, jelas menunjukkan bahawa batas waktu amalan ibadah puasa adalah berpandukan peredaran bulan mengelilingi bumi. Awal dan akhir Ramadhan ditentukan dengan amalan merukyah hilal di ufuk barat selepas matahari terbenam. Apabila hilal kelihatan bermulalah ibadah puasa atau menjelangnya satu syawal (Kassim Bahali, 2005). Berpuasa di bulan Ramadan merupakan salah satu rukun Islam yang wajib ditunaikan oleh semua Islam di seluruh pelusok dunia. Setelah sebulan melakukan ibadah puasa, seluruh umat Islam di dunia akan menyambut perayaan Aidilfitri sebagai meraikan kemenangan umat Islam menahan hawa nafsu. Artikel ini akan membincangkan secara terperinci corak kemeruapan pasaran saham Islam ketika bulan Ramadan dan Syawal bermula daripada tahun 2002-2010. Kajian yang dijalankan ini juga akan melihat sejauh mana pasaran saham Islam terjejas ketika berlakunya krisis kewangan global yang bermula daripada tahun 2007.

OBJEKTIF KAJIAN

1. Untuk menganalisa kemeruapan pasaran saham di Bulan Ramadan-Syawal bermula dari 2007-2010.
2. Untuk mengkaji hubungan kemeruapan pasaran saham dan faktor-faktor makroekonomi yang terpilih.
3. Untuk melihat hubungan di antara indeks komposit dan indeks syariah.

METODOLOGI KAJIAN

Ujian taburan normal (ujian jarque-bera)

Ujian ini digunakan untuk melihat sama ada ralat di dalam sesuatu data itu bertaburan secara normal atau tidak. Ujian t yang digunakan di dalam ujian JB dapat memastikan sama ada nilai kepencongan atau kepuncakan sesuatu data itu bertaburan secara normal atau sebaliknya. Sekiranya sesuatu data itu didapati tidak Berjaya melepasi uji Jarque- Bera ini, maka sesuatu sampel itu masih dikatakan tidak pncang atau menghampiri normal jika jika bilangan saiz sampel yang digunakan adalah besar.

Ujian heteroskedatisirti (ujian arch)

Ujian ini dijalankan untuk menguji sama ada wujudnya masalah heteroskedatisiti atau tidak di dalam data tersebut. Melalui ujian ini, sesuatu data itu dapat dikenalpasti sama ada wujudnya masalah heteroskedatisiti atau pun tidak. Masalah heteroskedatisiti merupakan satu masalah yang mana varians bagi setiap ralat tersebut adalah berubah-ubah dari satu masa ke satu masa yang lain. Melalui ujian ini, residual yang terhasil daripada model VECM ini dapat diketahui sama ada mempunyai ciri heterokedastisiti ataupun hemokedastisiti. Untuk mengganggu model pasaran, kesemua analisa regresi data yang telah dibuat sebelum ini dapat digunakan untk menganalisa keadaan pasaran modal ketika itu.

$$y = \alpha + \beta r_m + \varepsilon_t$$

y = indeks FTSE Bursa Malaysia Hijrah syariah (bulan Ramadan dan Syawal)

βr_m = (komposit – bil perbendaharaan)

ε_t = Faktor-Faktor Makroekonomi Iaitu Indeks Pengeluaran Perindustrian, Indeks Harga Pengguna, Penawaran Agregat Kewangan M3.

Indeks Pengeluaran Perindustrian

Untuk mengukur pertumbuhan ekonomi Negara, pada kebiasaan penilaian akan dibuat berasaskan kepada prestasi pertumbuhan dalam nilai Keluaran Dalam Negara Kasar (KDNK). Walaubagaimanapun, kesulitan utama yang dihadapi untuk menggunakan data ini adlaah kerana data KDNK tidak dapat diperoleh dalam bentuk bulanan dan untuk menggantikan nilai KDNK tersebut,

maka data Indeks Pengeluaran Perindustrian akan digunakan. Secara umumnya, Indeks Pengeluaran Perindustrian merupakan satu ukuran kadar perubahan sebenar pengeluaran komoditi perindustrian bagi satu tempoh masa. Komoditi tersebut diperoleh daripada sektor Pembuatan, Perlombongan dan Elektrik.

Indeks harga pengguna (CPI)

Kadar inflasi sesebuah negara dapat digambarkan berdasarkan kepada nilai Indeks Harga Pengguna sesebuah negara yang mana indeks tersebut akan mengukur keseluruhan harga pengguna sarna ada dari aspek indeks harga borong, harga runcit dan sebagainya. Oleh yang sedemikian, CPI mampu menunjukkan kadar sebenar inflasi sesebuah negara. Secara umumnya, inflasi didefinisikan sebagai kenaikan tingkat harga umum bagi barangan dan perkhidmatan yang meningkat secara berterusan dan berpanjangan (Chamhuri siwar et.al 2005). Data indeks ini akan diambil Indeks pada setiap hujung bulan sepanjang tempoh yang dikaji dengan mengenakan Natural Logarithma dan pembezaan pertama untuk mewakili kadar pertumbuhan inflasi di Malaysia (Mohd Yahya Mohd Hussin, 2003).

Rumus yang digunakan untuk mengira CPI adalah:

$$CPI = \left(\frac{\text{jumlah perbelanjaan ke atas bakul pasaran pada tahun semasa}}{\text{jumlah perbelanjaan ke atas bakul pasaran pada tahun asas}} \right) \times 100$$

Penawaran agregat kewangan M3

Perubahan dalam penawaran wang mempunyai kesan yang amat penting dan berhubung secara terus terhadap harga saham melalui perubahan portfolio dan hubungan secara tidak langsung melalui pembolehubah aktiviti sebenar iaitu yang berkaitan dengan model penilaian saham. pertumbuhan ekonomi dan tingkat harga di Malaysia di katakan dipengaruhi oleh wang sempit M1, manakala M2 dan asas kewangan hanya mempengaruhi tingkat harga sahaja dan tidak mempengaruhi pendapatan Negara. Bagi definisi wang yang lebih meluas iaitu (M3) dikatakan tidak signifikan untuk mempengaruhi pendapatan Negara dan tingkat harga dalam tempoh tertentu. Zulkefly et.al (2001) menyatakan bahawa M3 dapat dikaitkan sebagai penyimpan kekayaan dan ini akan memberi impak ke atas ekonomi kerana jika orang ramai kurang berbelanja dan banyak menabung sahaja, sudah pasti aktiviti ekonomi akan terjejas. Walaubagaimanapun, dalam sesetengah keadaan tertentu, kerajaan akan menggalakkan orang ramai untuk menabung bagi mengawal keadaan ekonomi.

Jika ditinjau dalam tempoh sebelum tahun 1987, sasaran kewangan memfokuskan wang sempit M1. Walaubagaimanapun liberalisasi dan inovasi kewangan menyebabkan M1 tidak sesuai sebagai dasar sasaran. Akibatnya BNM telah beralih kepada agregat kewangan yang lebih meluas iaitu M3 sebagai sasaran dasar kewangan negara.

SOROTAN KAJIAN LEPAS

Walaupun Indeks pasaran saham dilihat sebagai satu landasan untuk mencapai keuntungan namun hukum syariah tidak sepatutnya diabaikan. M. Roem Syibly (2007) telah membincangkan secara terperinci tentang hukum terlibat dalam pasaran saham. Menurut penulis tersebut, penglibatan dalam pasaran saham jika berniat untuk membuat spekulasi, hukumnya haram kerana mengandungi unsur gharar, namun jika diniatkan untuk tujuan pelaburan maka diharuskan atas tujuan tersebut. Dalam perbincangan artikel tersebut, penulis lebih banyak menekankan tentang pasaran saham dari aspek atau dari pandangan syariah.

Setelah hukum menyertai pasaran saham dapat dikenalpasti, kita akan meneliti tentang faktor-faktor yang dapat mempengaruhi kemerupaan indeks pasaran saham. Kemerupaan harga dalam pasaran saham sering menjadi persoalan utama sebelum pelabur mengambil keputusan untuk membeli sesuatu unit saham yang ditawarkan. Muzafar Shah Habibullah (1998) mengkaji sama ada kemerupaan harga dalam pasaran saham adalah bermusim dan siri harga saham dalam kajian tersebut berdasarkan kepada sektor di Bursa Saham Kuala Lumpur (KLSE) untuk jangka masa 1978:1 hingga 1992:3. Hasil dari kajian tersebut mendapati bahawa ujian kointegrasi bermusim mencadangkan bahawa indeks-indeks harga saham mengikut sektor di KLSE tidak berkointegrasi bermusim dan ini menjelaskan bahawa kemerupaan harga dalam pasaran saham tidak dapat dikaitkan dengan sebarang musim.

Kemeruapan pasaran saham di Malaysia dapat diuji dengan pelbagai cara mengikut kesesuaian sesuatu kajian. Zaidi Isa (2000) telah menguji gelagat kemeruapan pulangan saham menggunakan sampel sebanyak 87 syarikat dari komponen indeks komposit BSKL dalam tempoh Januari 1992- Jun 1999. Hasil daripada kajian tersebut mendapati bahawa, tahap kemeruapan secara berterusan adalah tinggi dalam pasaran saham di Malaysia dan hubungan tidak simetri hanya wujud pada sesetengah syarikat tertentu sahaja. Kajian ini juga mendapati bahawa variasi kepada keputusan tersebut adalah bergantung kepada sub tempoh, jenis sektor serta saiz firma tersebut. Secara keseluruhan kemeruapan pasaran di Malaysia adalah tinggi dan keadaan tersebut tergantung kepada jenis sesuatu firma tersebut.

Kajian yang dijalankan di Negara ASEAN yang lain seperti Singapura juga menunjukkan bahawa indeks pasaran saham dipengaruhi oleh beberapa faktor ekonomi. Ramin Cooper Maysami, Lee Chuin Howe & Mohamad Atkin Hamzah (2004) mendapati bahawa pasaran saham Singapura dan indeks hartanah menunjukkan hubungan kointegrasi dengan perubahan kadar bunga jangka pendek dan jangka panjang juga dengan pengeluaran industri, paras harga, kadar tukaran mata wang dan penawaran wang. Model yang digunakan ialah *Arbitrage Pricing Theory* (APT).

Perkaitan di antara pasaran saham dan faktor makroekonomi sering kali dibahaskan dalam kajian-kajian lepas. Ramin Cooper Maysami, Lee Chuin Howe dan Mohamad Atkin Hamzah (2004) membahaskan hubungan keseimbangan jangka panjang antara beberapa pembolehubah ekonomi makro yang terpilih, dengan indeks pasaran saham Singapura (STI) serta beberapa indeks sektoral, indeks kewangan, indeks hartanah, dan indeks perhotelan. Di dalam kajian ini, penulis telah menguji data menggunakan beberapa ujian dan diantaranya ialah ujian kepegungan (*unit root test*). Hasil dari kajian yang dijalankan mendapati bahawa pasaran saham Singapura dan indeks hartanah menunjukkan hubungan kointegrasi dengan perubahan kadar bunga jangka pendek dan jangka panjang juga dengan pengeluaran industri, paras harga, kadar tukaran mata wang dan penawaran wang.

Wan Mansor Wan Mahmood dan Nazihah Mohd Dinniah (2009), telah menguji hubungan diantara harga saham dan pembolehubah ekonomi terpilih di Malaysia, Korea, Thailand, Hong Kong, Japan, and Australia. Pembolehubah ekonomi yang terpilih ialah kadar tukaran asing, kadar inflasi indeks harga pengguna dan indeks pengeluaran perindustrian. Data yang digunakan ialah bermula dari 1993-2002. Berdasarkan kajian yang telah dijalankan, dapatlah disimpulkan bahawa Jepun, Korea, Hong Kong dan Australia mempunyai keseimbangan jangka panjang dengan pemboleh-pembolehubah ekonomi terpilih. Negara lain seperti Hong Kong pula hanya mempunyai hubungan keseimbangan yang signifikan harga saham dan kadar tukaran asing. Di dalam kajian ini turut membuktikan bahawa polisi sesebuah negara juga turut mempengaruhi garisan keseimbangan.

Keadaan harga saham adalah sesuatu yang berubah-ubah mengikut masa dan keadaan pada ketika itu. Chin-Hong Puah dan T.K. Jayaraman (2007) didalam artikel mereka telah membincangkan dengan lanjut tentang faktor-faktor makroekonomi yang dapat mempengaruhi kemeruapan sesuatu indeks pasaran saham dan mereka menumpukan kajian tersebut di Fiji. Di akhir kajian itu. Mereka dapat menyimpulkan bahawa, harga dalam pasaran saham mempunyai hubungan dalam jangka masa panjang dengan keadaan sebenar ekonomi kecuali kadar faedah. Keluaran benar, M2 dan kadar tukaran yang kesemua itu hanya memberi kesan dalam jangka masa pendek.

Berdasarkan kepada kajian-kajian lepas, rata-rata berpendapat bahawa keadaan ekonomi memberi impak yang begitu besar terhadap kemeruapan dalam pasaran saham. G. William Schwert (1990) menjalankan kajian tentang keadaan pasaran saham sekitar tahun 1985-1988. Ketika tahun 1987, keadaan ekonomi dunia mengalami kemelesetan yang sangat teruk dan kajian ini menunjukkan bahawa keadaan pasaran saham ketika itu turut mengalami kejatuhan yang teruk sejajar dengan keadaan kemelesetan ekonomi ketika itu. Kejatuhan dalam pasaran saham berterusan semasa dan selepas kegawatan dan mula meningkat sedikit demi sedikit apabila keadaan ekonomi kembali stabil.

Semenjak indeks syariah diperkenalkan, pelabur-pelabur Islam telah mendapat satu peluang yang baik untuk memasuki pasaran saham. Mohd Saharudin Shakrani, Hussin Abdullah. Abu Sufian Abu bakar dan Hasniza Mohd Taib (2005) telah membincangkan tentang perbandingan kemeruapan pulangan di antara indeks syariah dan indeks komposit menggunakan model-model keluarga ARCH. Hasil daripada kajian tersebut mendapati bahawa indeks syariah adalah lebih meruap berbanding dengan indeks komposit. Kajian ini juga mendapati bahawa secara keseluruhannya hubungan min-varians adalah positif dan ini menunjukkan bahawa apabila risiko meningkat maka pulangan juga akan meningkat dan begitu juga sebaliknya tetapi arah hubungan ini adalah tidak signifikan.

Setelah Indeks Pasaran Saham Islam diperkenalkan, Mohd Yahya Mohd Hussin (2003) telah membincangkan hubungan diantara faktor-faktor makroekonomi dan perubahan harga dalam pasaran saham Islam dan konvensional. Penulis membincangkan secara terperinci berkaitan dengan faktor makroekonomi yang dapat memberi kesan kepada kemeruapan harga pasaran saham dan seterusnya membandingkan diantara saham Islam dan konvensional. Secara kesimpulannya, wujud pengaruh

kemeruapan kadar pulangan, disamping kesan kemeruapan pembolehubah makroekonomi yang agak kecil terhadap kemeruapan pasaran saham di Malaysia.

Perkembangan pasaran modal Islam yang semakin memberansangkan akan memberikan impak yang positif sebagai salah satu landasan untuk pelabur Islam membuat pelaburan. Ahmad Shahrol Azman (2005), telah mengkaji hubungan di antara indeks syariah, indeks emas dan bil perbendaharaan tiga bulan negara. Di dalam kajian ini, analisa kointegrasi yang biasanya digunakan untuk menilai kepelbagaian pelaburan diantara pasaran saham telah diaplikasikan dalam menilai sama ada kadar pulangan dalam indeks syariah, indeks emas dan bil perbendaharaan tiga bulan Negara dapat memberikan kesan ke atas corak pemilihan pelaburan saham. Ujian kointegrasi Johansen dan model pembedahan Kesilapan vektor telah digunakan untuk menganalisa hubungan diantara ketiga-tiga perkara tersebut. Secara keseluruhannya, kajian ini mendapati bahawa dalam jangka masa pendek hanya indeks emas dan indeks syariah sahaja yang mempunyai hubungan secara signifikan manakala dalam jangka masa panjang, ketiga-tiga pembolehubah tersebut mempunyai hubungan secara signifikan. Kajian ini juga mendapati bahawa proses penapisan yang dijalankan oleh Majlis Penasihat syariah tidak memberikan kesan negatif terhadap perkembangan indeks tersebut di pasaran saham.

Perkembangan indeks syariah yang semakin positif dari hari ke hari memberikan satu petunjuk atau petanda bahawa indeks ini mampu untuk bersaing dalam pasaran saham. Mohd Saharudin Shakrani, Hussin Abdullah, Abu Sufian Abu Bakar, dan Hasniza Mohd Taib (2005) di dalam kajian mereka telah menganalisis sifat-sifat yang mempengaruhi secara langsung kemeruapan pulangan KLSI dan KLCI menggunakan model-model keluarga ARCH dan tempoh kajian tersebut bermula dari Januari 1995 - Jun 2003 yang dibahagikan kepada tempoh 1 (2 Januari 1995 - 29 April 1999) sebelum wujud KLSI dan tempoh 2 (30 April 1999 - 13 Jun 2003) iaitu selepas wujud KLSI. Dapatan kajian menunjukkan pulangan KLSI lebih meruap jika dibandingkan dengan KLCI. Selain daripada itu kemeruapan pulangan KLCI dan KLSI mempunyai hubungan tidak simetri dan tiada pembolehubah luaran yang dapat dikenalpasti mempengaruhi sifat tidak simetri ini.

HASIL PENGANGGARAN

Emsya = FTSE Bursa Malaysia Emas Syariah indeks

Komposit = FTSE Bursa Malaysia komposit indeks

Hijrah = FTSE Bursa Malaysia Hijrah Indeks

K-TB = pulangan dalam pasaran (nilai komposit indeks – bil perbendaharaan Negara)

Rajah di atas menunjukkan kemeruapan pasaran saham bermula dari Ramadan Syawal 2007-2010. Berdasarkan gambaran di atas, kadar kemeruapan pada tahun 2007 sehingga awal tahun 2008 meruap dengan tinggi dan keadaan pasaran pada ketika tersebut adalah berisiko tinggi. Krisis ekonomi global yang ketika itu sedang memuncak telah memberikan kesan kepada pasaran saham Islam dan konvensional di Malaysia. Walaubagaimanapun, kadar kemeruapan beransur stabil setelah ekonomi negara kembali pulih. Dalam menangani permasalahan ekonomi global yang melanda pada ketika itu, pelbagai usaha telah dilakukan oleh kerajaan untuk menggerakkan ekonomi Negara agar kestabilan ekonomi dapat dipulihkan. Antara usaha yang dilakukan oleh kerajaan adalah mengumumkan belanjawan mini dengan tujuan untuk merangsang ekonomi pada ketika itu. Secara keseluruhannya, data siri masa mempamerkan kemeruapan berkelompok yang menunjukkan varians tidak malar, atau dalam istilah yang lain ialah varians berubah-ubah merentasi masa.

ANALISIS DISKRIPTIIF

Berdasarkan jadual di atas, ketika Ramadan-Syawal 2007-2010 purata bagi indeks Emas Syariah ialah -0.1403, indeks Hijrah ialah -0.11074 dan indeks komposit mencatatkan nilai purata sebanyak -0.0692. berdasarkan kepada nilai purata tersebut indeks hijrah mencatatkan kadar purata pulangan yang lebih rendah berbanding indeks komposit. Untuk nilai sisihan piawai, data bagi indeks Hijrah ialah 1.142 manakala bagi indeks komposit nilai variasi dalam data adalah 1.0567 dan ini menjadikan data pulangan dalam indeks hijrah lebih bervariasi daripada indeks komposit.

Untuk analisis kepencongan ketiga indeks tersebut menjurus ke arah kiri kerana nilai bagi ketiga-tiga indeks adalah negatif. Untuk nilai kepuncakan yang tertinggi adalah indeks hijrah dengan

nilai 7.7352. ketiga-tiga data indeks tersebut adalah bertaburan secara tidak normal kerana nilai kesemuanya adalah melebihi daripada tiga.

Seterusnya, satu analisis Jarque- Bera telah dilakukan untuk menguji sama ada data tersebut bertaburan normal atau tidak. Berdasarkan daripada rajah diatas, kesemua data tersebut adalah bertaburan tidak normal kerana nilainya adalah signifikan pada aras keertian 5%.

Berdasarkan model CAPM yang digunakan untuk menganalisa risiko pasaran bagi data-data tersebut, nilai purata yang diperoleh adalah -2.8718 dan nilai sisihan piawainya adalah 1.3828. nilai kepengangan risiko pasaran pada ketika tersebut adalah -1.0097 dan kepuncakan data tersebut adalah pada nilai 1.5590. Ujian Jarque- Bera yang dijalankan juga menunjukkan data tersebut signifikan pada arah 5%.

Pemboleh-pembolehkan makroekonomi yang telah dipilih dalam kajian ini adalah CPI, M3 dan bil perbendaharaan. Untuk CPI nilai puratanya adalah 2.7047 dan sisihan piawainya pula adalah 4.0989 manakala nilai kepengangan dan kurtosisnya adalah 0.279 dan 1.6026. Bagi M3 pula, nilai puratanya adalah 9.5806 dan nilai sisihan piawainya adalah 2.2208. untuk nilai kepengangan dan kurtosisnya pula adalah 0.6453 dan 2.1017. bil perbendaharaan Malaysia pula mencatatkan nilai purata sebanyak 2.8027 dan sisihan piawai 0.6484. nilai kepengangan dan kurtosisnya adalah -0.2566 dan 1.5590. ketiga-tiga pembolehkan makroekonomi ini signifikan pada aras 5%.

Untuk menguji kewujudan kemeruapan indeks pasaran saham di Bursa Malaysia, ujian penganggaran GARCH (1,1) telah digunakan yang mana hasil ujian tersebut adalah seperti dalam gambar rajah di atas. Melalui ujian tersebut, sekiranya nilai $\alpha + \beta$ adalah menghampiri 1 atau melebihi 1 maka nilai frekuensi kemeruapan saham tersebut adalah tinggi atau mudah berubah-ubah. Berdasarkan jadual 3 diatas, nilai $\alpha + \beta$ bagi FTSE-BM Hijrah Indeks mempunyai tahap kemeruapan paling tinggi iaitu 0.9692 manakala indeks komposit mencatat jumlah kemeruapan dengan nilai 0.9774 dan ini membawa maksud bahawa indeks syariah mempunyai tahap kemeruapan yang tinggi berbanding indeks komposit. Walaupun mencatatkan nilai yang tinggi, namun dapat dilihat bahawa kemeruapan di bulan Ramadan dan Syawal tidak melebihi nilai satu dan ini bermaksud bahawa pada bulan tersebut nilai pasaran saham adalah stabil.

Nilai R^2 di dalam analisis ini adalah positif bagi kesemua indeks-indeks yang telah diuji. Menurut Mohd Yahya Mohd Hussin (2003), kesemua nilai tersebut diabaikan kerana ianya tidak beerti berikutan tiadanya pengregresi (regressor) dalam penganggaran syarat min dan varians.

Ujian jarque-Bera ini telah dilakukan untuk menganalisis taburan data tersebut. Berdasarkan kepada ujian yang telah dijalankan, didapati bahawa ketiga-tiga indeks ini adalah signifikan pada aras 5% dan ini bermaksud, bahawa ketiga-tiga indeks tersebut dapat dipengaruhi oleh sesuatu yang lain seperti keadaan ekonomi semasa. Secara kebiasaannya, data ekonomi adalah sesuatu yang sukar untuk dijangka dan ini menjadikan data ini bersifat tidak normal. Data ekonomi kebiasaannya adalah dipengaruhi oleh keadaan-keadaan makroekonomi Negara tersebut

Berdasarkan ujian ARCH yang telah dijalankan, kesemua indeks yang diuji tidak mempunyai masalah heteroskedasiti kerana hipotesis nol gagal ditolak. Oleh kerana hipotesis nol gagal ditolak, maka kesemua data indeks boleh digunakan sebagai tujuan pembentukan dasar.

Jadual diatas menunjukkan hasil ujian korelasi yang telah dijalankan. Hasil di atas menunjukkan kesemua pembolehkan mempunyai korelasi yang lemah terhadap indeks saham FTSE Bursa Malaysia Hijrah kerana nilai kesemuanya adalah menjauhi nilai 1. Terdapat dua pembolehkan yang mempunyai hubungan yang positif dengan nilai 0.3170 bagi indeks komposit dan 0.1122 bagi IPI. Hubungan tersebut dapat menjelaskan bahawa peningkatan dalam nilai komposit dan peningkatan dalam IP Negara akan meningkatkan prestasi saham indeks FTSE Bursa Malaysia Hijrah. Indeks syariah merupakan sebahagian daripada pasaran saham, maka peningkatan dalam komposit turut mempengaruhi indeks syariah. Untuk pembolehkan yang lain pula, kesemuanya mencatatkan nilai yang negatif iaitu -0.2882 untuk CPI, -0.2499 bagi M3 dan -0.2508 bagi Bil Perbendaharaan Malaysia. Indeks Harga Pengguna adalah pembolehkan yang penting untuk melihat hubungan inflasi dengan pasaran saham. Dalam situasi ini, apabila pembolehkan-pembolehkan yang berhubungan secara negatif ini nilainya semakin meningkat, maka nilai bagi indeks FTSE Bursa Malaysia Hijrah Indeks akan menurun. Diantara ketiga-tiga yang berhubungan secara negatif, nilai CPI adalah tertinggi dan nilai M3 adalah yang paling rendah. Berdasarkan nilai R^2 diatas, kesemua pembolehkan hanya dapat menerangkan sebanyak 6% peratus sahaja dan selebihnya adalah dipengaruhi oleh spekulasi. Spekulasi yang dibenarkan di dalam Islam, hanyalah spekulasi yang berasaskan kajian terperinci dan bukannya hanya bergantung kepada nasib semata-mata.

Secara hakikatnya, aktiviti spekulasi adalah berbeza dari aktiviti pelaburan kerana aktiviti spekulasi semata-mata tidak memberikan manfaat kepada ekonomi sebaliknya aktiviti pelaburan dapat menyumbang kepada pembangunan ekonomi negara kerana pelabur akan melaburkan modal mereka untuk jangka masa panjang supaya dapat digunakan oleh syarikat sebagai modal tambahan contohnya

untuk meningkatkan aktiviti pengeluaran. Para pelabur akan mengutamakan syarikat yang mempunyai pegangan yang kukuh kerana mereka akan memegang nilai pelaburan tersebut dalam satu tempoh yang panjang manakala ahli spekulasi kebiasaannya lebih berminat dengan keuntungan jangka pendek iaitu dalam tempoh 3 bulan atau kurang.

Di dalam kajian ini, terdapat tiga pembolehubah makroekonomi yang dipilih untuk dianalisa dan seterusnya melihat kesan pembolehubah tersebut terhadap pasaran saham. Indeks Harga Pengguna (CPI) adalah pembolehubah yang penting untuk melihat hubungan inflasi dengan pasaran saham. Tantatape Brahmairene & Komain Jiranyakul (2007), Sangbae & Francis In (2005), Imran Ali et.al (2005) dan Al Sharkas (2004) adalah antara pengkaji yang telah membuat kajian menggunakan pembolehubah diatas dan kajian menunjukkan terdapatnya kesan daripada pembolehubah tersebut terhadap faktor makroekonomi.

KESIMPULAN

Secara kesimpulannya, pada bulan Ramadan dan Syawal 2007-2010, Pasaran saham berada pada tahap yang stabil kerana tidak berlakunya kadar kemeruapan yang tinggi. Faktor-faktor makroekonomi juga, mempunyai hubungan yang lemah dengan pulangan saham pada masa tersebut. Secara keseluruhannya, dapatlah disimpulkan bahawa pada bulan Ramadan dan Syawal kebanyakan pelabur tidak cenderung untuk terlibat dalam pelaburan secara spekulasi.

Ramadan sewajarnya dijadikan sebagai bulan untuk melatih umat Islam untuk menahan sifat tamak dalam pelaburan. Aktiviti spekulasi dan menarik modal dalam tempoh masa yang cepat bukan sahaja menyebabkan ketidakstabilan dalam pasaran saham islam malahan menyebabkan objektif utama tujuan pasaran saham diwujudkan juga tidak dapat dipenuhi.

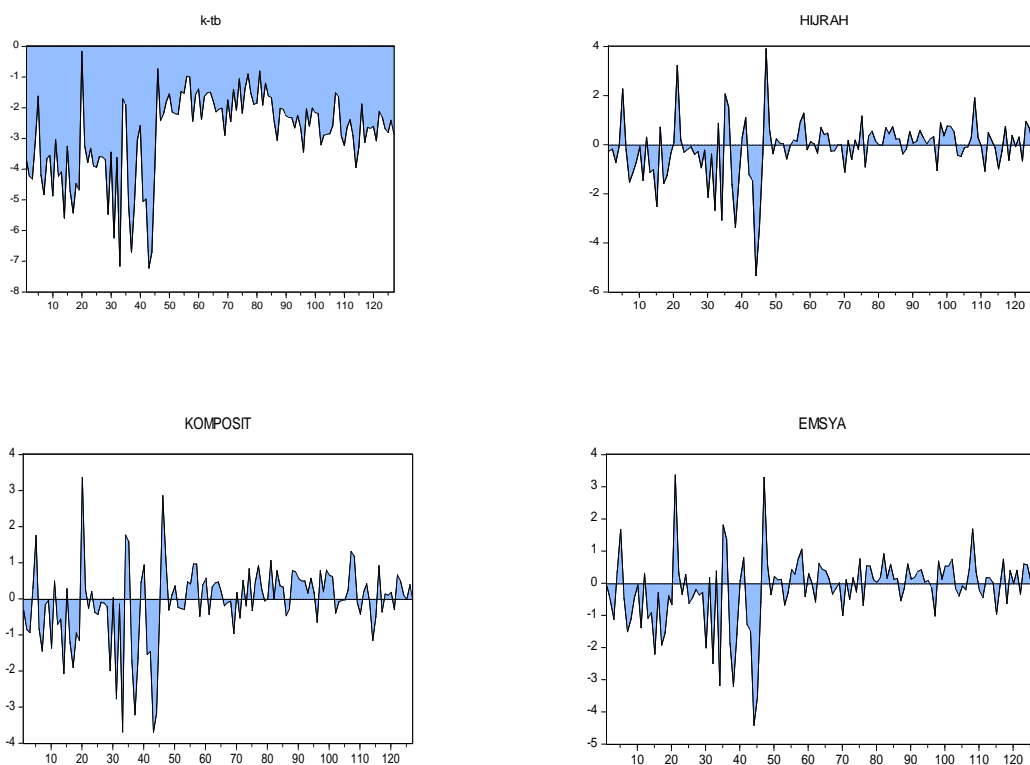
Aktiviti spekulasi yang sering dianggap sebagai cara mudah untuk mendapatkan keuntungan akhirnya menjadikan pelabur saham yang sepatutnya dijadikan sebagai landasan untuk pelaburan yang selamat akan menjadi satu bentuk pelaburan yang begitu berisiko tinggi dan akan mengakibatkan banyak kerugian pada golongan-golongan yang membuat spekulasi dengan hanya bergantung kepada nasib dan ini sebenarnya menyamai unsur perjudian.

RUJUKAN

- Ahmad Shahrol Azman. (2005). *Dynamic Linkages Among BMSI, Emas Index And T.Bills*. Unpublished master's thesis, Northern Malaysia University, Sintok, Malaysia.
- Al Sharkas, A. A. (2004). The Dynamic Relationship Between Macroeconomic Factors And The Jordanian Stock Market. *International Journal of Applied Econometrics and Quantitative Study*. 1(1), 97-114.
- Ali et al. (2010). Causal Relationship Between Macro-Economic Indicators And Stock Exchange Prices In Pakistan. *Journal of Business Management*, 4(3), 312-319.
- Bursa Bytes. (2009). Issue 2 (1). Bursa Malaysia: Kuala Lumpur.
- Bursa Malaysia. (2010). Laporan Tahunan. Retrieved Mac 23, 2001, from [http:// www.sc .com.my/ bm/html /tpkpengetahuan/laporanthn/2010/bhg5.pdf](http://www.sc.com.my/bm/html/tpkpengetahuan/laporanthn/2010/bhg5.pdf)
- Chamhuri siwar et. al. (2005). *Ekonomi Malaysia* (6th ed.). Petaling Jaya: Pearson Malaysia Sdn Bhd.
- Chin-Hong Puaha & T.K. Jayaraman. (2007). Macroeconomic Activities and Stock Prices in a South Pacific Island Economy. *Int. Journal of Economics and Management*, 1(2), 229 – 244.
- G. William Schwert. (1990). Stock Volatility and the Crash of '87. *The Review of Financial Studies*, 3(1), 77-102.
- Jabatan Statistik. (2010), Retrieve December 2010, from http://www.statistics.gov.my/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=573&Itemid=61&lang=bm.
- Kassim Bahali. (2005). Penentuan Ramadhan dan Syawal 1426H. *Proceeding of Penghayatan Ramadhan*, Melaka, 1-16.
- M. Roem Syibly. (2007). Spekulasi dalam Pasar Saham. *Jurnal Ekonomi Islam*. 4(1), 1-7.
- Mohamed Nasser Katib et. al. (2007), *Ekonomi* (2nd ed.). T.T.P : Thompsan.
- Mohd Redzwan Abdul Mutalib, Mohd Hasbi Mohd Yunus & Sulaiman Shakib Mohd Noor. (2008). Panduan Kaunseling Keluarga: Teknik Penyampaian Pengetahuan Mengikut Pendekatan Islam. *Proceeding Seminar Kaunseling Keluarga*, Fakulti Pendidikan, Universiti Teknologi Malaysia, 63-77.

- Mohd Saharudin Shakrani, Hussin Abdullah, Abu Sufian Abu Bakar & Hasniza Mohd Taib. (2005). Volatility Trends Of Syariah Index Returns And Kuala Lumpur Composite Index, *Jurnal Syariah*, 13(2), 65-91.
- Mohd Yahya Mobd Hussin. (2003). Hubungan Kemeruapan Antara Pembolehubah Makroekonomi, Pasaran Saham Islam dan Konvensional di Malaysia, *Jurnal Syariah*, 11(2), 1-10.
- Muhammad Isa Selamat. (1991), *Panduan Amalan Harian*. Darul Nu'man: Kuala Lumpur.
- Muzafar Shah Habibullah. (1998). Testing for Seasonal Integration and Cointegration: An Expository Note with Empirical Application to KLSE Stock Price Data, *Pertanika J. Soc. Sci. & Hum*, 6(2), 113-123.
- Ramin Cooper Maysami, Lee Chuin Howe & Mohamad Atkin Hamzah. (2004). Relationship between Macroeconomic Variables and Stock Market Indices: Cointegration Evidence from Stock Exchange of Singapore's All-S Sector Indices, *Jurnal Pengurusan*, 24(1), 47-77.
- Sangbae Kim & Francis In. (2005). The Relationship Between Stock Returns And Inflation: New Evidence From Wavelet Analysis, *Journal of Empirical Finance*, 12 (3), 435-444.
- Tantatape Brahasrene & Komain Jiranyakul. (2007). Cointegration and Causality Between Stock Index And Macroeconomic Variables in An Emerging Market, *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 11(3), 1-14.
- Wan Mansor Wan Mahmood & Nazihah Mohd Dinniah. (2009). Stock Returns and Macroeconomics Variables: Evidence from the Six Asian-Pacific Countries, *International Research Journal of Finance and Economics*, 3(1), 155-164.
- Zaidi Isa. (2000). *Gelagat kemeruapan Pulangan saham di Bursa saham Kuala Lumpur*. Unpublished Doctoral's Thesis, National Malaysia University, Bangi, Malaysia.
- Zulkefly Abdul Karim, Aminudin Mokhtar & Mohd Azlan Shah Zaidi. (2001). Dasar Kewangan, Sasaran Matlamat Pertengahan dan Matlamat Ekonomi, *Jurnal Ekonomi Malaysia*, 5(35), 13-35.

RAJAH 1: Analisis Diskriptif Kemeruapan Indeks Pasaran Saham Ramadan-Syawal 2007-2010.



JADUAL 2 : Analisis Data

Pemboleh ubah	Purata	Sisihan piawai	Kepencongan	Kurtosis	Jarque-Bera
FTSE-BM Emas Syariah indeks	-0.1403	1.0615	-0.7158	6.7902	86.861*
FTSE-BM Hijrah indeks	-0.1074	1.142	-0.7534	7.7352	130.6658*
FTSE-BM Komposit Indeks	-0.0692	1.0567	-0.7684	5.8801	56.3902*
Kadar risiko pasaran	-2.8718	1.3828	-1.0097	3.9458	26.3137*
CPI	2.7047	4.0989	0.279	1.6026	11.9815*
M3	9.5806	2.2208	0.6453	2.1017	13.0831*
Bil Perbendaharaan	2.8027	0.6484	-0.2566	1.5590	12.3807*

*signifikan pada kadar 5%.

JADUAL 3: Hasil Penganggaran

PEMBOLEHUBAH	C	ARCH(α)	GARCH(β)	$\alpha + \beta$	R ²
FTSE-BM Emas Syariah indeks	0.0292	0.1976	0.7814	0.979	0.0087
FTSE-BM Hijrah indeks	0.0444	0.1750	0.7942	0.9692	0.0067
FTSE-BM Komposit indeks	0.0282	0.1936	0.7838	0.9774	0.0113

JADUAL 4: Keputusan Ujian Diagnostik

Pembolehubah	Emas syariah Indeks	Hijrah indeks	Komposit indeks
Jarque- Bera	86.861*	130.6658*	56.3902*
LM Test (Statistik F)	1.0857	0.8363	1.4124

Signifikan pada kadar 5%

JADUAL 5: Ujian Korelasi

PERKARA	HIJRAH	KOMPOSIT	CPI	IP	M3	T.BILLS
HIJRAH*	1	0.317	-0.2882	0.1122	-0.2499	-0.2508
KOMPOSIT*	0.317	1	-0.3024	0.1285	-0.2696	-0.2738
CPI*	-0.2882	-0.3024	1	0.0663	0.8894	0.95
IP*	0.1122	0.1285	0.0663	1	-0.0119	0.2514
M3*	-0.2499	-0.2696	0.8894	-0.0119	1	0.7984
T.BILLS*	-0.2508	-0.2738	0.95	0.2514	0.7984	1
R ²	0.0697					

Signifikan pada aras 5%

*hijrah=Indeks Syariah FTSE Bursa Malaysia Hijrah .

*komposit=Indeks FTSE Bursa Malaysia Komposit.

*CPI= indeks Pengguna

*IP= Indeks Perindustrian.

*M3= penawaran wang.

*T.Bills= Bil Perbendaharaan Malaysia.