

# **PENILAIAN KRITERIA PENARAFAN SUKUK DI RATING AGENCY MALAYSIA (RAM)**

**NORHAYATI ABDULLAH**

**UNIVERSITI SAINS MALAYSIA**

**2017**

**PENILAIAN KRITERIA PENARAFAN SUKUK  
DI RATING AGENCY MALAYSIA (RAM)**

**oleh**

**NORHAYATI ABDULLAH**

**Tesis yang diserahkan untuk  
memenuhi keperluan bagi  
Ijazah Doktor Falsafah**

**Mei 2017**

## **PENGHARGAAN**

DENGAN NAMA ALLAH YANG MAHA PENGASIH LAGI MAHA

PENYAYANG

Segala puji dan syukur dipanjatkan ke hadirat Allah SWT kerana dengan izin dan limpah kurnia-Nya, tesis ini dapat disempurnakan. Selawat dan salam ke atas junjungan besar Nabi Muhammad SAW, Rasul yang membawa perkhabaran gembira dan cahaya kebenaran untuk sekalian umat manusia.

Sekalung penghargaan dan ucapan terima kasih yang tidak terhingga buat Prof. Madya Dr. Zakaria Bahari selaku penyelia utama atas segala nasihat dan tunjuk ajar serta teguran membina sepanjang proses menyempurnakan penulisan tesis ini. Terima kasih juga kepada Dr. Zahri Hamat selaku penyelia bersama yang tidak jemu memberi semangat. Tidak dilupakan, ucapan terima kasih ditujukan buat semua pensyarah di Pusat Kajian Pengurusan Pembangunan Islam (ISDEV), Universiti Sains Malaysia (USM) terutamanya Mantan Pengarah ISDEV Prof. Dr. Muhammad Syukri Salleh yang telah banyak mencurahkan ilmu dan kefahaman yang bermanfaat.

Penghargaan turut dirakamkan kepada Pusat Pengajian Sains Kemasyarakatan dan Institut Pengajian Siswazah (IPS), USM, Kementerian Pengajian Tinggi (KPT), Malaysia dan Universiti Sultan Zainal Abidin (UniSZA) atas segala bentuk bantuan yang disalurkan.

Jutaan terima kasih kepada semua pihak yang terlibat dalam memberikan pandangan sama ada secara langsung dan tidak langsung dalam proses penghasilan tesis ini terutamanya pihak pengurusan Rating Agency Malaysia (RAM), Tn. Haji Mohamed Zakariya Othman, Dr. Nurdin Ngadimon dari Suruhanjaya Sekuriti Malaysia (SC), Prof. Madya Dr. Rusni Hassan dari Universiti Islam Antarabangsa (UIA), Prof. Madya Dr. Sheila Yussof dari UIA, Prof. Abdul Ghafar Ismail dari Universiti Kebangsaan Malaysia (UKM), Prof. Madya Dr. Atikullah Abdullah dari USM, dan semua pelajar pasca siswazah di bawah bimbingan Prof. Madya Dr. Zakaria Bahari, serta rakan seperjuangan di ISDEV yang tidak mampu dituliskan semuanya di sini.

Buat suami tercinta Khairul Anuar Noodi dan anak-anak tersayang Danish Aliyyan dan Danisha Auni, terima kasih atas iringan doa, kasih sayang, perhatian dan kesabaran yang dicurahkan selama ini. Buat ayahanda Abdullah Hussein, bonda Hasmah Jusoh, dan ibu mertua Shamsiah Asran yang amat dikasihi, terima kasih atas iringan doa dan sokongan padu yang diberikan dari dulu hingga kini.

Akhir kata, jutaan terima kasih kepada semua yang berbudi sepanjang tempoh pengajian siswazah ini serta semua pihak yang terlibat dalam menjayakan tesis ini sama ada secara langsung mahupun tidak langsung. Hanya Allah SWT yang dapat membalas jasa yang telah ditabur. Semoga rahmat dan keampunan-Nya sentiasa dilimpahkan buat kita.

Norhayati Abdullah  
Pusat Kajian Pengurusan Pembangunan Islam (ISDEV)  
Universiti Sains Malaysia  
Pulau Pinang

## SENARAI KANDUNGAN

Penghargaan	ii	
Senarai Kandungan	iv	
Senarai Jadual	viii	
Senarai Rajah	ix	
Senarai Singkatan	x	
Senarai Transliterasi	xiii	
Abstrak	xiv	
Abstract	xvi	
<b>BAB 1: PENGENALAN</b>		
1.1	Pendahuluan	1
1.2	Latar Belakang Kajian	2
	1.2.1 Perbezaan Sukuk dan Bon	5
	1.2.2 Perkembangan Sukuk	10
	1.2.3 Struktur Sukuk	15
	1.2.4 Risiko Sukuk	17
	1.2.5 Perkembangan Penarafan Sukuk	23
1.3	Pernyataan Masalah	34
1.4	Objektif Kajian	41
1.5	Persoalan Kajian	41
1.6	Definisi Operasional	43
	1.6.1 Sukuk	44
	1.6.2 Penarafan	49

	1.6.3 Ketauhan Syariah	51
1.7	Skop dan Batasan Kajian	54
1.8	Kepentingan Kajian	57
1.9	Organisasi Tesis	58
<b>BAB 2:</b>	<b>SOROTAN KARYA</b>	
2.1	Pendahuluan	60
2.2	Kajian Berkaitan Sukuk Dalam Pasaran Modal Islam (PMI)	60
	2.2.1 Struktur dan Peranan Sukuk	63
	2.2.2 Perbezaan Sukuk dan Bon	73
	2.2.3 Risiko dan Pengurusan Risiko Sukuk	79
	2.2.4 Penarafan Sukuk	96
2.3	Usaha Pengubahsuaian Penarafan Sukuk	105
2.4	Kerangka Teoretikal Berkaitan Penarafan Sukuk	115
2.5	Ulasan Sorotan Karya	118
2.5	Kerangka Konseptual Kajian	119
2.6	Kesimpulan	121
<b>BAB 3:</b>	<b>KAEDAH PENYELIDIKAN</b>	
3.1	Pendahuluan	122
3.2	Reka Bentuk Kajian	122
3.3	Kaedah Pengumpulan Data	125
	3.3.1 Data Primer	127
	3.3.1(a) Kaedah Pensampelan	128
	3.3.1(b) Instrumen Kajian	132
	3.3.1(c) Kajian Rintis	134

3.3.2	Data Sekunder	136
3.4	Kaedah Penganalisan Data	137
3.4.1	Penganalisan Data Primer	137
3.4.2	Penganalisan Data Sekunder	139
3.5	Tatacara Kajian	141
3.6	Kesimpulan	142
<b>BAB 4: PELAKSANAAN PENARAFAN SUKUK OLEH RAM</b>		
4.1	Pendahuluan	143
4.2	Pelaksanaan Penarafan Sukuk oleh RAM	144
4.3	Garis Panduan dan Peraturan Berkaitan Penarafan Sukuk	158
4.4	Kelebihan Penarafan Terhadap Sukuk	166
4.5	Kelemahan Penarafan Kredit	172
4.6	Kesimpulan	178
<b>BAB 5: ANALISIS KRITERIA KEPATUHAN SYARIAH DALAM PENARAFAN SUKUK DI RAM</b>		
5.1	Pendahuluan	184
5.2	Penilaian Pakar Terhadap Penarafan Sukuk Semasa	184
5.2.1	Kriteria-kriteria Penarafan Sukuk	186
5.2.2	Pengaruh Kriteria Kepatuhan Syariah Terhadap Penarafan Sukuk	209
5.2.3	Kriteria Kepatuhan Syariah Dalam Penarafan Sukuk	217
5.2.4	Cabaran Dalam Penarafan Sukuk dan Isu-Isu Lain	226
5.3	Usaha penambahbaikan Penarafan Sukuk	230
5.4	Kesimpulan	238

<b>BAB 6:</b>	<b>PENUTUP</b>	
6.1	Pendahuluan	240
6.2	Rumusan Dapatan Kajian	240
6.3	Implikasi Dasar Kajian	250
	6.3.1 Pemakaian Penarafan Kredit Dalam Penarafan Sukuk	250
	6.3.2 Pengurusan Risiko Sukuk	251
	6.3.3 Implikasi Kepada Pihak Berkepentingan	252
6.4	Sumbangan Kajian	252
6.5	Cadangan Kajian Masa Hadapan	253
6.6	Kesimpulan	254
	<b>BIBLIOGRAFI</b>	254
	<b>SENARAI TEMUBUAL</b>	275
	<b>LAMPIRAN</b>	



## SENARAI JADUAL

	<b>Halaman</b>
Jadual 1.1 Perbezaan Sukuk dan Bon	6
Jadual 1.2 Senarai sukuk yang diberikan gred D oleh RAM dan MARC	28
Jadual 1.3 Perkaitan antara Objektif dan Persoalan Kajian	42
Jadual 1.4 Senarai Anugerah yang diterima oleh RAM	54
Jadual 2.1 Perbezaan Sukuk Asset-Backed dan Asset-Based	69
Jadual 2.2 Sistem Penarafan Gabungan (Unified) untuk Institusi Kewangan Islam Pelbagai cadangan perubahan penarafan semasa	110
Jadual 3.1 Senarai Kelayakan Akademik dan Pengalaman Kumpulan Pakar	129
Jadual 3.2 Jadual Pelaksanaan Temu Bual Bersemuka dengan Kumpulan Pakar	133
Jadual 3.3 Senarai Responden Kajian Rintis	135
Jadual 3.4 Kategori Pakar	138
Jadual 3.5 Ringkasan Kaedah Analisis Data Mengikut Objektif dan Persoalan Kajian	140
Jadual 4.1 Panduan dan Peraturan bagi Agensi Penarafan Kredit dan Sukuk	163
Jadual 5.1 Penarafan Sukuk Mengikut Struktur Sukuk	188
Jadual 5.2 Kriteria-kriteria Tambahan Dalam Penarafan Sukuk	198
Jadual 5.3 Elemen-elemen dalam Kriteria Kepatuhan Syariah	219
Jadual 6.1 Ringkasan Dapatan Kajian	247

## SENARAI RAJAH

		<b>Halaman</b>
Rajah 1.1	Jenis-jenis Risiko dalam Istitusi Kewangan Islam	19
Rajah 1.2	Prinsip-prinsip Utama Kepatuhan Syariah	52
Rajah 2.3	Teori Keuntungan Islam	117
Rajah 2.4	Kerangka Konseptual Kajian	120
Rajah 3.1	Tatacara Pelaksanaan Kajian	141
Rajah 4.1	Pelaksanaan Proses Penarafan Kredit oleh RAM	149
Rajah 5.1	Metodologi Penarafan untuk Asset-Backed (Asset-backed rating methodology)	190
Rajah 5.2	Metodologi Penarafan Asset-Based: Menggunakan Kerangka Metodologi Analitikal Penarafan Korporat.	192
Rajah 5.3	Proses Penilaian Risiko Kredit	196

## SENARAI SINGKATAN

AAOIFI	Pertubuhan Perakaunan dan Pengauditan bagi Institusi Kewangan Islam (Accounting and Auditing Organisation for Islamic Institutions)
ABS	Asset-backed structured
ACRAA	Association of Credit Rating Agencies in Asia
ALS	Asset Light Sukuk
AMQ	Kualiti Pengurus Aset (Asset Manager Quality)
APK	Agensi Penarafan Kredit
APPM	Akta bagi Perkhidmatan dan Pasaran Modal
ASCC	Asset Securitisation Consultative Committee
ASEAN	Association of Southeast Asian Nations
BBA	Bai Bithaman Ajil
BNM	Bank Negara Malaysia
CCR	Penarafan Kredit Korporat
CGIF	Kemudahan Jaminan Kredit dan Pelaburan (Credit Guarantee and Investment Facility)
CRISIL	Credit Rating and Information Services of India Limited
CSR	Tanggungjawab Sosial Korporat (Customer Social Responsibility)
D	Default
FAS 17	Financial Accounting Standard No. 17
FIFA	International Federation of Association Football
GIC	Government Investment Issue
GPPAPK	Guidelines on Registration of Credit Rating Agencies
IDB	Bank Pembangunan Islam (Islamic Development Bank)
IIRA	International Islamic Rating Agency
IFSB	Lembaga Perkhidmatan Kewangan Islam (Islamic Financial Services Board)
IKI	Institusi-institusi Kewangan Islam

IOSCO	Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies
IOU	I Owe You
ISRA	Akademi Penyelidikan Syariah Antarabangsa bagi Kewangan Islam
IPT	Institusi-institusi Pengajian Tinggi
IVR	Islamic Value Rating
GCC	Kerjasama Negara-negara Teluk (Gulf Cooperation Council)
GPS	Garis Panduan Sukuk
KAU	King Abdul Aziz University
KDNK	Keluaran Dalam Negara Kasar
KLIA	Kuala Lumpur International Airport
KNK	Keluaran Negara Kasar
MPS	Majlis Penasihat Syariah
LIBOR	London Interbank Offered Rate
MARC	Malaysia Rating Corporation Berhad
MIFC	Pusat Kewangan Islam Antarabangsa Malaysia
MM	Musyārahkatmutanāqisat
NBMC	National Bond Market Committee
PDB	Petronas Dagangan Berhad
PMI	Pasaran Modal Islam
PU	Purchase Undertaking
RAM	Rating Agency Malaysia (RAM Rating Services Berhad)
RM	Ringgit Malaysia
ROA	Pulangan Aset (Return on Assets)
ROE	Pulangan Ekuiti (Return on Equity)
R&D	Penyelidikan dan Pembangunan
SAC	Lembaga Penasihat Syariah (Syariah Advisory Council)
SAW	Salla Allah ‘alayh wa Sallam
SC	Suruhanjaya Sekuriti (Securities Commission)
SIDC	Secuties Industry Development Corporation

SMTU	Syeikh Muhammed Taqi Uthmani
SPV	Syarikat Tujuan Khas (Special Purposes Vehicle)
S&P	Standard and Poor's
SPK	Sijil Pelaburan Kerajaan
SQR	Shariah Quality Rating
UAE	Emiriah Arab Bersatu (United Arab Emirates)
UIA	Universiti Islam Antarabangsa
UKM	Universiti Kebangsaan Malaysia
USD	United States Dollar
USM	Universiti Sains Malaysia
VaR	Value at-Risk
V-M-G	Visi-Misi-Matlamat
WWI	World War 1
YTM	Kadar Hasil hingga Matang (Yield to Maturity)

## PANDUAN TRANSLITERASI

HURUF RUMI	HURUF ARAB	HURUF RUMI	HURUF ARAB
t	ط	-	ا
z	ظ	b	ب
‘	ع	t	ت
gh	غ	th	ث
f	ف	j	ج
q	ق	ḥ	ح
k	ك	kh	خ
l	ل	d	د
m	م	dh	ذ
n	ن	r	ر
w	و	z	ز
h	ه	s	س
’	ء	sy	ش
y	ي	ṣ	ص
ṭ	ة	ḍ	ض

PENDEK		PANJANG		DIFTONG	
a	ـَ	ā	آ	ay	أَيَّ
i	ـِ	ī	إِيَّ	aw	أَوْ
u	ـُ	ū	أُوَّ		

Sumber: *Pedoman Transliterasi Huruf Arab Ke Rumi*, Dewan Bahasa dan Pustaka (DBP), 1992.

**PENILAIAN KRITERIA PENARAFAN SUKUK  
DI RATING AGENCY MALAYSIA (RAM)**

**ABSTRAK**

Pertumbuhan signifikan dalam pasaran modal Islam (PMI) didorong oleh kewujudan sukuk sebagai platform untuk mendapatkan dana dalam aktiviti pelaburan. Situasi ini mencerminkan peningkatan tahap keyakinan terhadap pasaran sukuk sama ada di peringkat global mahupun tempatan. Perkembangan pasaran sukuk dibantu oleh Rating Agency Malaysia (RAM) sebagai agensi penarafan kredit (APK) yang menilai keupayaan kredit penerbitan sukuk dalam bentuk gred pelaburan yang terbaik sehinggalah gred yang paling rendah (mungkir). Kecenderungan menggunakan penarafan konvensional ini kerana kebiasaan pasaran meminta produk yang memiliki ciri-ciri produk konvensional tetapi memenuhi keperluan kepatuhan Syariah. Situasi ini menimbulkan persoalan adakah wajar sukuk sebagai instrumen patuh Syariah dinilai menggunakan penarafan yang sama untuk penarafan bon? Selain itu, APK dikritik kerana kesilapan dalam memberi penarafan semasa krisis kewangan 1997/1998. Kes yang berlaku adalah kadar kemungkiran yang tinggi bagi syarikat yang mendapat gred penarafan yang tinggi berbanding syarikat yang mendapat gred penarafan yang rendah. Justeru, menimbulkan persoalan sama ada kemungkiran disebabkan oleh kriteria penarafan yang digunakan. Isu seterusnya berikutan munculnya beberapa pandangan untuk membentuk suatu penarafan yang khas untuk sukuk misalnya oleh Islamic International Rating Agency (IIRA). Isu-isu berkenaan penarafan ini menimbulkan persoalan tentang kesesuaian kriteria-kriteria yang digunakan dalam penarafan sukuk. Secara umum, kajian ini menumpukan kepada penilaian terhadap pelaksanaan penarafan sukuk yang dipraktikkan oleh RAM.

Secara lebih spesifik, kajian ini cuba mengenal pasti apakah kriteria-kriteria yang digunakan dalam penarafan sukuk. Kajian dilanjutkan lagi dengan menganalisis pengaruh kepatuhan Syariah dalam penarafan sukuk memandangkan sukuk adalah instrumen patuh Syariah yang paling dominan. Akhir sekali kajian ini cuba merumuskan kriteria penarafan yang lebih sesuai untuk menilai sukuk. Kajian ini merupakan kajian secara kualitatif. Lebih khusus lagi kajian ini menggunakan bentuk penjelasan berdasarkan kajian kes. Kajian ini menggunakan data sekunder dan data primer untuk menjelaskan kriteria-kriteria penarafan sukuk di RAM. Data sekunder diperoleh daripada dokumen yang berkaitan dengan penarafan sukuk menerusi kajian dokumen. Data diperoleh daripada temu bual secara langsung dengan pakar. Kesemua data dianalisis menggunakan kaedah analisis kandungan kualitatif. Hasil kajian menunjukkan bahawa penarafan RAM lebih menumpukan kepada penarafan kredit yang digunakan untuk menilai keupayaan kredit penerbit. Kriteria kepatuhan Syariah tidak diambil kira secara langsung dalam proses penarafan kerana tugas berkaitan penentuan kepatuhan Syariah telah dilakukan oleh panel Syariah masing-masing. Analisis kajian ini juga menunjukkan terdapat permintaan untuk memasukkan kriteria kepatuhan Syariah dalam penarafan, implikasinya membawa kepada pembentukan kriteria penarafan yang lebih menyeluruh dengan mengambil kira kepatuhan Syariah dan kriteria-kriteria yang bersesuaian dengan sukuk. Seterusnya dapat meningkatkan kredibiliti RAM dari masa ke semasa.



# **SUKUK RATING ASSESSMENT CRITERIA AT THE RATING AGENCY MALAYSIA (RAM)**

## **ABSTRACT**

The significant growth in Islamic capital market (ICM) is driven by the existence of sukuk as a platform to raise funds in investment activities. This situation reflects the increased level of confidence in the sukuk market, either globally or locally. The growth of the sukuk market is assisted by Rating Agency Malaysia (RAM) as credit rating agencies (APK) that assess the credit worthiness of an investment-grade bonds ranging from the best form until the lowest grade (default). There is the tendency to use conventional rating based on the market practise that requires a product that has the characteristics of conventional products, but meet the requirements of Shariah compliance. This situation raises the question of whether it is appropriate for sukuk as Shariah-compliant instruments to be valued using the same rating for bond rating? Moreover, APK was criticized for errors in the rating during the financial crisis of 1997/1998. The rate for cases of default was high for companies that had a high grade rating compared to companies that had a low-grade rating. As such, this raises the question of whether the breach was caused by the rating criteria used. The next issue arises from the emergence of a number of views to form a special rating for sukuk for example by the Islamic International Rating Agency (IIRA). Issues regarding the rating raised questions about the suitability of the criteria used in the rating of the sukuk. In general, these studies focus on an assessment of the implementation of sukuk ratings practiced by RAM. More specifically, this study seeks to identify the criteria used in the ratings of sukuk. The research then continued by analyzing the influence of Shariah compliance in the

rating as sukuk bonds are the most dominant Shariah-compliant instruments. Finally, this study attempts to formulate a more appropriate rating criteria to evaluate sukuk. This research is a qualitative research. More specifically, this explanatory research is based on case studies. This study used secondary data and primary data to explain the rating criteria for sukuk in RAM. Secondary data were obtained from the documents relating to the rating of the sukuk through the review of documents. Data were also obtained from direct interviews with experts. All data were analyzed using qualitative content analysis. The results showed that the ratings of RAM were more focus on credit ratings to assess the credit worthiness of the issuer. Sharia compliance criteria was not taken into account directly in the rating process because related tasks to determine Shariah compliance have been carried out by the Islamic Sharia panel of the companies concerned. The analysis of this research also shows there is a demand for Sharia compliance criteria to be included in the rating, the implications of which lead to the formation of a more comprehensive rating criteria by taking into account the Shariah compliance and other appropriate criteria to sukuk. This can enhance the credibility of RAM from time to time.

# **BAB 1**

## **Pengenalan**

### **1.1 PENDAHULUAN**

Secara umum, tesis ini bertujuan menilai pelaksanaan penarafan sukuk<sup>1</sup> yang dilaksanakan oleh Rating Agency Malaysia (RAM) di Malaysia.

Secara khusus, tesis ini bertujuan melihat sejauh mana pelaksanaan penarafan sukuk semasa bersesuaian dengan struktur sukuk memandangkan terdapat pandangan umum bahawa penarafan lebih mengutamakan penarafan kredit (Khalid Howladar, 2009). Penelitian dilakukan untuk mengenal pasti apakah kriteria-kriteria yang diambil kira dalam penarafan sukuk. Seterusnya, tesis ini meneliti pengaruh kepatuhan sukuk dalam penarafan sukuk. Akhir sekali, tesis ini mengenal pasti kriteria penarafan yang lebih sesuai untuk menilai sukuk.

Sebagai pendahuluan kajian, perbincangan bab ini menumpukan kepada latar belakang kajian, pernyataan masalah, objektif kajian, persoalan kajian, definisi operasional kajian, skop dan batasan kajian, kepentingan kajian, sumbangan kajian dan organisasi keseluruhan tesis.

---

<sup>1</sup>Kadang kala disebut sebagai bon Islam (Saiful Azhar Rosly & Mahmood Sanusi, 1999).

## **1.2 LATAR BELAKANG KAJIAN**

Sebagai perintis industri kewangan Islam, Malaysia terus mengekalkan kedudukan sebagai penerbit sukuk terbesar dunia dengan menyumbang sebanyak 41.1 peratus daripada USD18.2 bilion (RM80.2 bilion) diterbitkan pada akhir Disember 2016 (BERNAMA, 2017). Malaysia terus mendominasi pasaran modal Islam (PMI) apabila menunjukkan aliran yang kukuh dengan pasaran sukuk yang aktif. Malahan sukuk telah menjadi pemacu kepada pertumbuhan dan kemajuan ekonomi negara. Perkembangan ini telah membawa Malaysia kepada sebuah negara yang mempunyai industri kewangan Islam yang paling komprehensif. Pencapaian ini didorong oleh wujudnya sistem sokongan yang diperlukan oleh sesebuah sistem kewangan seperti perbankan Islam, takaful, serta pasaran wang dan ekuiti Islam, berlandaskan sistem perundangan yang tersendiri dan komprehensif (Muhammad Ibrahim, 2009).

Sukuk merujuk kepada sijil pelaburan Islam yang memberi hak pemilikan ke atas aset. Sukuk tidak sama dengan bon kerana bon menjana pulangnya daripada kadar faedah yang jelas dilarang dalam Islam. Pulangan sukuk pula dijana oleh aset fizikal yang patuh Syariah. Permintaan terhadap sukuk semakin meningkat selari dengan peningkatan permintaan produk dan perkhidmatan kewangan Islam. Kekangan kecairan yang dihadapi oleh sektor perbankan juga menjadikan sukuk sebagai alternatif untuk mendapatkan dana dalam sistem kewangan (Latham & Watkins, 2015).

Krisis kewangan yang melanda dunia pada tahun 2008 telah membuka peluang yang besar kepada sektor kewangan Islam sebagai salah satu alternatif penting kepada

krisis kewangan global ini. Ini jelas, sewaktu krisis kewangan global mengakibatkan beberapa institusi kewangan merudum dalam sistem kewangan konvensional, sektor kewangan Islam masih mampu mencatatkan pertumbuhan positif. Peningkatan aset masyarakat Muslim seluruh dunia menyumbang lebih dalam institusi kewangan Islam tersedia untuk dilaburkan dalam pelbagai bentuk instrumen kewangan baru terutamanya sukuk. Pertumbuhan tahunan industri ini dijangka mencapai 12 peratus hingga 15 peratus telah mengatasi kadar pertumbuhan konvensional (Shamsher Mohamad Ramadili, Taufiq Hassan, & Adesina-Uthman Ganiyah.A, 2010).

Pertumbuhan signifikan dalam pasaran sukuk didorong oleh kewujudan sukuk sebagai platform utama untuk mendapatkan dana dan aktiviti pelaburan (Marwa, Mohamed, & Nejob, 2016). Situasi ini mencerminkan peningkatan tahap keyakinan terhadap pasaran sukuk sama ada di peringkat global mahupun tempatan. Situasi ini disokong oleh peningkatan kesedaran para pelabur Muslim yang terlibat dalam industri kewangan untuk melabur mengikut prinsip-prinsip Syariah (Nader Naifar & Slim Mseddi, 2013; Shamsher Mohamad Ramadili, et al., 2010). Sukuk kini merupakan sumber pembiayaan yang semakin penting bagi negara Islam dan bukan Islam (Tarek Fleihan, 2016; Zeti Akhtar Aziz, 2010a),

Daripada pengalaman Malaysia, sukuk menjadi pilihan bagi pembiayaan dan sumber modal yang digemari oleh kerajaan dan syarikat tempatan. Syarikat asing dan institusi multilateral turut menunjukkan minat dan penyertaan dalam jumlah yang besar (Zeti Akhtar Aziz, 2010b).

Prinsip-prinsip Syariah yang mendasari kewangan Islam menekankan urusan niaga berasaskan perkongsian risiko dan keuntungan. Asas ini perlu diserapkan dalam semua aspek urusan niaga harian kewangan Islam (RAM Rating Services Berhad, 2010). Memandangkan pasaran sukuk masih baru berbanding dengan konvensional, pelbagai aspek berkaitan penerbitan sukuk perlu diperjelaskan terlebih dahulu. Pemahaman juga perlu diberikan terutamanya berkenaan struktur sukuk yang semakin kompleks dan tahap kualiti sukuk berkenaan. Salah satu aspek yang perlu dijelaskan ialah kaedah penarafan sukuk yang dilaksanakan oleh agensi penarafan kredit (APK) sama ada pada peringkat antarabangsa mahupun tempatan (Islamic Finance, 2008). Mengikut peraturan Suruhanjaya Sekuriti (*Security Commission*)(SC), setiap sukuk mestilah melalui proses penarafan terlebih dahulu sebelum ia diterbitkan (Suruhanjaya Sekuriti Malaysia, 2009).

Peranan penarafan tidak boleh dipandang ringan kerana menyediakan maklumat berkenaan kualiti kredit sukuk kepada pelabur (Ahmad Kemo Touray, 2004). Setiap sukuk perlu melalui proses penarafan terlebih dahulu sebelum diluluskan penerbitannya oleh SC. Dengan mendapat gred penarafan<sup>2</sup> yang baik, ia dapat mempengaruhi penentuan harga sukuk yang lebih baik. Penarafan yang baik akan meningkatkan keyakinan pelabur untuk melabur dalam sesuatu terbitan sukuk.

Walaupun pernah berhadapan dengan krisis kewangan dunia, Malaysia terus menjadi peneraju dalam pasaran sukuk. Namun krisis kewangan ini sedikit sebanyak telah memberi kesan kepada kredibiliti RAM terutamanya apabila berlaku beberapa kes

---

<sup>2</sup> Gred penarafan yang diberikan oleh RAM mengikut susunan abjad. Bermula daripada gred tertinggi AAA, AA, A sehingga gred D. Gred ini diperolehi melalui analisis terhadap risiko kredit sesuatu sukuk (Senarai terperinci gred penarafan dilampirkan pada bahagian Lampiran).

kegagalan sukuk berprofil tinggi. Keadaan ini memungkinkan penilaian boleh dibuat terhadap penarafan yang digunakan (Abdullaah Jalil, 2005).

Mempertimbangkan kepentingan peranan penarafan dalam menentukan keputusan pelaburan, maka tesis ini menumpukan kepada penarafan sukuk yang dipraktikkan di Malaysia sebagai salah satu penentu utama dalam pembuatan keputusan pelaburan. Sebagai permulaan kajian, perbezaan sukuk dan bon dilihat terlebih dahulu bagi memberi gambaran awal tentang kedudukan penarafan dalam PMI. Seterusnya tesis ini melihat perkembangan sukuk dan seterusnya meninjau pelaksanaan penarafan di Malaysia.

### **1.2.1 Perbezaan Sukuk dan Bon**

Sejarah sukuk masih baru jika dibandingkan dengan bon konvensional. Perbandingan yang adil perlu diberikan kepada kedua-dua instrumen ini. Objektif utama kewangan Islam adalah untuk tidak meniru produk konvensional tetapi bertujuan untuk membangunkan produk yang patuh Syariah. Namun, terdapat persepsi umum yang menganggap bahawa bon dan sukuk adalah sama, kerana kedua-duanya adalah alat untuk mendapatkan modal oleh pihak kerajaan mahupun syarikat korporat. Persepsi ini adalah salah dan perlu diperbetulkan (Skully, 2012).

Pada awal kemunculan sukuk, sukuk dianggap sebagai alternatif kepada bon. Seiring dengan peningkatan kesedaran untuk mencari instrumen yang patuh Syariah, maka persepsi terhadap sukuk telah berubah. Sukuk telah menjadi alat utama untuk membangunkan ekonomi negara. Keperluan patuh Syariah menjadikan sukuk sangat

berbeza dengan bon yang bergerak atas elemen riba, spekulasi, hutang, perjudian dan urus niaga yang haram. Justeru salah tafsir tentang sukuk yang sebenarnya akan diperjelaskan di sini. Perbezaan utama sukuk dan bon ditunjukkan dalam Jadual 1.1.

Jadual 1.1 Perbezaan Sukuk dan Bon

<b>Sukuk</b>	<b>Bon</b>
Pulangan diperoleh daripada aset	Pulangan diperoleh daripada instrumen hutang
Keuntungan dijana daripada aset Risiko (tanpa jaminan)	Keuntungan daripada bunga dan telah ditetapkan @ pasti (dijamin) Bayaran berasaskan riba
Risiko utama berkait dengan aset pendasar	Risiko utama dikaitkan dengan penerbit-risiko kredit
Pulangan dijangka daripada aset pendasar	Bayaran bunga menjadi tanggungjawab penerbit
Aktiviti yang dibenarkan Syariah sahaja	Sebarang aktiviti
Cagaran Berasaskan perniagaan	Berasaskan hutang/pinjaman
Tuntutan terhadap aset	Tuntutan terhadap hutang
Hubungan penjual-pembeli	Hubungan penghutang-pemiutang
Penerbit sukuk ialah penjual aset	Penerbit bon ialah peminjam

Sumber: Ubahsuai dari Zairulnizad Shahrin (2013) & Mustafa Mohd Hanefah, Akihiro Noguchi & Mohamad Muda (2013).

Perbezaan utama sukuk dan bon dapat dilihat dari aspek asas pembentukan kedua-dua instrumen berkenaan. Bon dibina berasaskan hutang yang melibatkan hubungan antara penghutang dan pemiutang. Sukuk pula berasaskan hak milik pelabur ke atas aset tertentu. Dari sudut praktikal, sukuk boleh ditakrifkan sebagai dokumen yang membuktikan kewajipan kewangan (hutang atau bukan hutang) bagi pengeluarnya yang timbul daripada urus niaga asas berdasarkan prinsip syariah. Secara lebih



khusus, bon adalah *I owe you (IOU)*, iaitu suatu sijil pengesahan pernyataan hutang, atau perjanjian bertulis (kontrak) sebagai pertukaran dengan sejumlah wang (pinjaman), dikeluarkan oleh peminjam kepada pemberi pinjaman. Peminjam berjanji untuk membayar balik pinjaman bersama dengan bunga pada suatu masa tertentu atau pada masa tempoh matang (Abdul Karim, 2014). Bon juga merujuk kepada satu nota janji hutang jangka panjang syarikat pengeluar atau kerajaan dengan jaminan berkontrak untuk membayar faedah secara tetap dan berkala serta membayar balik wang pokok pada akhir tempoh matang kepada pemegang sijil bon. Secara ringkas, bon ialah kertas atau sijil yang menunjukkan bukti keberhutangan peminjam dengan jaminan untuk membayar balik hutang apabila mencapai tempoh matang (Reilly, 1992).

Penerbitan sukuk tidak terbatas pada satu struktur sahaja. Sukuk boleh diterbitkan dengan pelbagai kontrak Syariah dan matlamat para pelabur. Sukuk mewakili pemilikan terhadap aset fizikal, nilai manfaat dan perkhidmatan (jasa) yang tidak boleh dibahagikan atau pemilikan terhadap aset tertentu sesuatu projek atau pemilikan terhadap sesuatu aktiviti pelaburan. Tuntutan terhadap sukuk bukan setakat kepada aset pendasar, tetapi juga ke atas aliran tunai dan keuntungan daripada urus niaga.

Jika ditinjau daripada mekanisme pembentukan kedua-duanya, proses pembentukan bon lebih ringkas berbanding proses pembentukan sukuk. Secara umum,

pembentukan bon hanya melalui tiga peringkat sahaja (Abdullah Alwi, 2005) iaitu persekutian aset<sup>3</sup>, penerbitan sijil bon dan urus niaga sijil bon dalam pasaran.

Faktor-faktor kewangan iaitu kadar faedah, inflasi, tarikh matang dan kualiti kredit dapat mempengaruhi harga bon. Sekiranya kadar faedah meningkat ke paras lebih tinggi berbanding harga bon, maka harga bon akan turun ke paras lebih rendah berbanding nilai pokoknya. Sifat bon yang mudah berubah ini mewujudkan elemen *gharār* dan spekulasi atau perjudian menurut Islam.

Sukuk pula memerlukan proses yang agak kompleks kerana melibatkan banyak pihak. Proses pemindahan pemilikan aset (harta) pula perlu jelas dan tiada unsur *gharār* dan riba. Malah proses penerbitan sukuk memerlukan penilaian dan pemantauan oleh penasihat Syariah yang mahir dalam prinsip-prinsip Syariah. Syarat ini diwujudkan supaya sukuk yang diterbitkan adalah patuh Syariah dan bukan setakat strategi membuat pinjaman hutang semata-mata. Tahap kepatuhan Syariah ini akan dipantau dari masa ke semasa oleh penasihat Syariah.

Sebagai alat kewangan, sukuk juga dilanggan untuk mendapatkan keuntungan. Namun pengiraan keuntungan adalah berbeza kerana sukuk merupakan tuntutan pada aset khusus yang jelas manakala bon hanya tuntutan pada aliran wang tunai atau pemilikan sesuatu entiti secara umum kerana ia merupakan hutang.

---

<sup>3</sup> Pensekutian aset adalah satu proses pertukaran aset tidak mudah tunai kepada sekuriti iaitu sebagai instrumen yang boleh diterbitkan dan diniagakan di pasaran modal. Pensekutian menjadikan pulangan, caj terima dan aset-aset kewangan lain (aliran tunai aset) sebagai sokongan kepada pembayaran kepada pemegang sekuriti yang diterbitkan. Ia melibatkan dokumen sah yang menjadi bukti penyertaan modal atau bukti pelaburan terhadap pemilikan sesuatu harta yang boleh dipindah milik (Mohd Haidir Md. Yusof, 2012)

Struktur sukuk dan penerbitannya bukan sekadar pertukaran antara wang dengan sijil semata-mata tetapi ianya berdasarkan kepada pertukaran aset (*asset-backed*) di mana pelabur boleh menuntut hak pelaburan mereka dengan mencagarkan aset yang menjadi jaminan sukuk. Struktur bon pula adalah berasaskan hutang (*debt-claim*) di mana hutang yang diniagakan dan bukan berasaskan perniagaan sebenar (*real-economy*). Sifat ini bertentangan dengan larangan urus niaga hutang dalam muamalat.

Perbezaan terakhir dilihat dari sisi kegunaan dana yang diperolehi daripada penerbitan bon dan sukuk. Dana daripada bon boleh digunakan untuk membiayai sebarang aktiviti sebaliknya dana dari sukuk hanya untuk membiayai aktiviti yang diluluskan Syariah sahaja.

Jelasnya dalam struktur bon, aset pendasar adalah wang sementara dalam sukuk aset pendasarnya adalah aset. Perbezaan dapat dikenal pasti dari sudut agama tetapi hampir tiada perbezaan dari sudut kewangan (Mustafa Mohd Hanefah, Akihiro Noguchi, & Mohamad Muda, 2013).

Sebagaimana bon, sukuk perlu ditaraf bagi menunjukkan ketelusan dan perlu didedahkan kepada umum sebagai panduan kepada pelabur untuk membuat keputusan pelaburan yang tepat (Lahsasna, 2013). Jurang perbezaan antara sukuk dan bon menimbulkan persoalan adakah boleh jika penarafan yang sama digunakan untuk kedua-dua instrumen.

### 1.2.2 Perkembangan Sukuk

Sukuk telah menjadi instrumen yang sangat penting di seluruh dunia sejak beberapa dekad yang lalu. Ciri-ciri uniknya<sup>4</sup> menjadikan sukuk lebih berdaya saing berbanding instrumen lain dalam PMI. Sukuk menjadi suatu alternatif urus niaga dalam pasaran modal dan wang kepada pelabur Islam serta bukan Islam. Sementara kepada pelabur Islam, dapat memberikan kepadanya ketenangan minda, keselamatan, keyakinan dan penumpuan (Ijlal Ahmed Alvi, 2009:59). Sukuk mampu menjadi alat yang sesuai untuk mendapatkan dana jangka panjang dalam PMI berikutan penerimaan dan perkembangan pesatnya (Abdou Diaw, 2011: 2).

Faktor-faktor pemboleh ubah makroekonomi mempunyai impak yang positif dalam mengembangkan pasaran sukuk. Faktor-faktor berkenaan adalah Keluaran Negara Kasar (KNK), populasi penduduk Muslim, saiz ekonomi dan keterbukaan dalam perdagangan termasuklah kualiti perundangan di sesebuah negara. Walau bagaimanapun, jumlah penerbitan sukuk semakin berkurangan dalam beberapa tahun kebelakangan. Antaranya berpunca daripada krisis kewangan dunia yang turut menjejaskan pertumbuhan pasaran sukuk pasaran sukuk (Ali Said & Rihab Grassa, 2013).

---

<sup>4</sup>Keunikan sukuk terletak pada strukturnya yang berdasarkan aset benar (nyata). Ini mengurangkan kemungkinan terjadinya pembiayaan yang melebihi nilai daripada aset yang mendasari transaksi sukuk. Pemegang sukuk berhak ke atas bahagian pendapatan yang dihasilkan daripada aset sukuk di samping hak daripada penjualan aset sukuk. Ciri khas lain sukuk antaranya adalah jika sijil tersebut mencerminkan kewajiban kepada pemegangnya, maka sijil tersebut tidak dapat diurusniagakan di pasaran sekunder sehingga menjadi instrumen jangka panjang yang dimiliki hingga jatuh tempoh atau dijual pada nilai nominal (Tim Kajian Pengembangan Produk Syariah, 2009:10).

- Sukuk ialah perakuan atau amanah pemilikan bagi sesuatu aset atau *usufruct*.
- Sukuk merupakan instrumen berasaskan aset yang distrukturkan dengan mematuhi keperluan Syariah.
- Pulangan bagi sukuk terikat kepada aset yang mendasarinya. Oleh itu, sukuk perlu disokong oleh aset atau manfaat (*usufruct*) tertentu sepanjang tempoh pemegangannya (BNM, 2007).

Sukuk pertama diterbitkan di Malaysia pada tahun 1990. Pelbagai bentuk sukuk telah diterbitkan seperti sukuk *muḏhārabat* pada tahun 1994, sukuk *ijārat* pada tahun 2001, sukuk berdaulat pada tahun 2002, sukuk *musyāarakat* pada tahun 2005, dan sukuk boleh tukar pada tahun 2006. Struktur sukuk telah berinovasi daripada bentuk yang paling ringkas sehinggalah kepada yang lebih rumit dengan ciri-ciri boleh tukar (Ali Said, 2011).

Perkembangan sukuk ini sebenarnya bermula di peringkat tempatan iaitu di Malaysia. Namun di peringkat global, Bahrain telah menerbitkan sukuk *ijārat* pada September 2001 bernilai USD100 juta (RM280 juta) dengan tempoh matang lima tahun. Seterusnya dalam tahun yang sama, kumpulan Guthrie telah menerbitkan sukuk global separuh (quasi) berdaulat<sup>5</sup> yang pertama dengan menggunakan kontrak *ijārat* bernilai USD150 juta (RM420 juta) dengan tempoh matang lima tahun. Ini diikuti penerbitan sukuk *ijārat* global oleh Malaysia pada tahun 2002 (Jamal Abbas Zaidi, 2009). Usaha Malaysia ini merupakan permulaan kepada pembangunan sukuk global di negara-negara Timur Tengah misalnya di antara Julai 2003 hingga Mac 2004 sahaja, sukuk Bank Pembangunan Islam (*Islamic Development Bank*) (IDB) telah diterbitkan oleh Arab Saudi, sukuk berdaulat Kerajaan Qatar dan sukuk Tabreed oleh Emiriah Arab Bersatu (*United Arab Emirates*) (UAE). Perkembangan di UAE sangat pantas di mana ia telah muncul sebagai pendahulu sebagai penerbit sukuk antarabangsa mengikut jumlah (pada 30 Jun 2009), merangkumi 55 peratus daripada jumlah keseluruhan sukuk yang diterbitkan (Ijral Ahmed Alvi, 2009:8). Sehingga Ogos 2009, jumlah sukuk yang diterbitkan mencapai USD246.5 bilion

---

<sup>5</sup>Sukuk quasi sovereign yang diterbitkan oleh agensi (syarikat milik kerajaan, syarikat-syarikat milik awam) yang mendapat sokongan kerajaan. Contohnya sukuk yang diterbitkan oleh SABIC sukuk (Saudi Arabia), Arab Syarikat Elektrik (Saudi Arabia), HM Treasury UK Sovereign £ 200 juta 5 tahun Sukuk dan lain-lain.

(RM852.90 bilion) meletakkan sukuk sebagai instrumen yang paling popular dalam PMI global.

Pada tahun 2015, Malaysia mengekalkan kedudukannya dengan menerbitkan sebanyak 53.9 peratus daripada jumlah sukuk dunia. Sementara itu, terbitan sukuk korporat juga semakin meningkat, menjadikan sumbangan terbesar (69 peratus) daripada terbitan sukuk domestik, diikuti sukuk kerajaan (31 peratus) (BERNAMA, 2016).

Sukuk yang pertama di Malaysia telah diterbitkan oleh kerajaan pada tahun 1983 melalui Sijil Pelaburan Kerajaan (SPK) dengan menggunakan kontrak *qardulhasan*. Seinggalah pada tahun 1990, syarikat korporat milik bukan Islam iaitu Shell MDS yang beroperasi di Malaysia telah menerbitkan sukuk *bai'bithaman ajil* (BBA) berjumlah RM125 juta (USD30 juta). Pada tahun 1991, Sarawak Shell Berhad pula menerbitkan sukuk korporat menggunakan kontrak *musyarakat mutanāqisat* (MM), diikuti oleh Petronas Dagangan Berhad (PDB) dengan kontrak *qardulhasan* pada tahun 1994 dan PGB pada tahun 1995 dengan kontrak yang sama.

Malaysia sentiasa terkehadapan dalam inovasi dan kejuruteraan kewangan Islam. Misalnya melalui penerbitan sukuk berdaulat global yang pertama pada tahun 2002 menjadi pemangkin tercetusnya sukuk global di peringkat antarabangsa. Usaha bukan sahaja dilakukan bagi menarik pelabur institusi dari dalam atau luar negara, begitu juga dalam bidang penetapan standard dan kerangka perundangan bagi keseluruhan instrumen patuh Syariah. Antara lain kejayaan besar Malaysia ialah apabila berjaya menerbitkan sukuk korporat (sukuk *musyarakat*) terbesar bernilai

RM15.35 bilion (USD4.71 bilion) oleh Binariang Sdn. Bhd. yang dimiliki oleh Maxis pada tahun 2007 (Shamsher Mohamad Ramadili, et al., 2010).

Pasaran sukuk telah berkembang dengan pantas secara purata sebanyak 22 peratus dalam tempoh 2000 hingga 2007. Perkembangan terus berlaku meskipun berlakunya krisis kewangan global pada akhir 2008. Perkembangan ini diikuti dengan banyaknya penyelidikan yang dilakukan berkenaan instrumen patuh Syariah. Walaupun sebelum ini hanya negara Islam yang menerbitkan sukuk, dalam beberapa tahun lepas, negara-negara Barat juga menerbitkan sukuk seperti Amerika Syarikat, United Kingdom dan Jerman (Jamal Abbas Zaidi, 2009).

Perkembangan pesat pasaran sukuk ini dipacu oleh beberapa faktor. Antaranya ialah peningkatan terhadap permintaan dan projek-projek infrastruktur terutamanya di Asia dan Timur Tengah, keperluan kepada kecairan dan peningkatan pelaburan baru oleh kumpulan pelabur global termasuklah oleh negara bukan Islam (Jamal Abbas Zaidi, 2009; Nader Naifar & Slim Mseddi, 2013). Projek yang dirancang untuk Kerjasama Negara-negara Teluk (*Gulf Cooperation Council*) (GCC) sahaja bagi tempoh 2008 hingga 2013 berjumlah USD2 trilion (RM6.18 trilion). Sebahagian besarnya dibiayai oleh terbitan sukuk (Abdou Diaw, 2011:4).

Beberapa tahun kebelakangan ini, Emiriyah Arab Bersatu (*United Arab Emirates*) (UAE), khususnya Dubai, telah bergantung sepenuhnya kepada pembiayaan antarabangsa. Dubai akan membelanjakan kira-kira USD8.1 bilion (RM30 bilion) untuk pembinaan jalan raya, lapangan terbang, hotel dan lanjutan kepada rangkaian rel keretapi sebagai persediaan untuk Ekspo Dunia 2020. Keadaan ini melonjakkan

permintaan terbitan sukuk dalam UAE dan negara lain seperti Qatar. Walaupun pembangunan Qatar dibiayai oleh hasil minyak dan gas asli, namun ia masih memerlukan pembiayaan dari luar untuk membiayai stadium berhawa dingin dan pelbagai infrastruktur besar sempena Piala Dunia FIFA 2022 (Latham & Watkins, 2015).

Pertumbuhan pesat yang dialami oleh pasaran sukuk pada peringkat pertama dekad ini telah diikuti oleh pertumbuhan perlahan dalam tempoh 2008 hingga 2009. Dalam tahun 2008 pula, pasaran sukuk telah menghadapi dua krisis iaitu krisis kewangan global dan krisis kepatuhan Syariah. Kritikan oleh Pertubuhan Perakaunan dan Pengauditan bagi Institusi Kewangan Islam (*Accounting and Auditing Organisation for Islamic Institutions*) (AAOIFI) adalah mengenai pematuhan kepada prinsip-prinsip Syariah oleh kebanyakan struktur sukuk (Richter, 2008). Sehingga kini perkara ini terus menjadi bahan perdebatan para sarjana. Pengumuman AAOIFI turut dikatakan sebagai penyebab kepada kelembapan pasaran sukuk pada tahun 2008, di mana pasaran sukuk global telah merosot kira-kira 56 peratus kepada USD14.9 bilion (RM52.15 bilion) (Bundhun, 2009; Muath Mubarak, 2009).

Namun krisis berkenaan struktur sukuk ini tidak pernah selesai. Kajian pada tahun 2010<sup>6</sup> menunjukkan beberapa struktur sukuk mempunyai pulangan ekonomi yang sama dengan bon konvensional. Hasil kajian ini menunjukkan bahawa masih ada struktur sukuk yang bercanggah dengan prinsip-prinsip Syariah (Asyraf Wajdi Dusuki & Shabnam Mokhtar, 2010). Oleh sebab itu,

---

<sup>6</sup>Analisis dilakukan terhadap 43 sampel sukuk yang terlibat dari pangkalan data IKI Sukuk yang menyenaraikan 1191 sukuk sehingga 5 Ogos 2009. Kajian berkenaan dilakukan melalui temu bual separuh berstruktur dengan penggubal undang-undang, pengurus bank, badan perundangan, badan penarafan dan sarjana Syariah.



krisis pertama boleh dianggap sebagai faktor sementara, manakala krisis kedua jika tidak ditangani akan menjadi ancaman kepada teras pembangunan industri sukuk. Ini kerana kepatuhan Syariah merupakan asas utama kepada kewujudan sukuk (Abdou Diaw, 2011: 3).

### 1.2.3 Struktur Sukuk

Sukuk semakin popular bahkan menjadi pilihan bagi meningkatkan kewangan kerajaan melalui terbitan sukuk berdaulat dan sukuk korporat. Kepelbagaian struktur sukuk memberikan saingan kepada bon konvensional kerana terdapat pelbagai kaedah struktur pembiayaan yang boleh digunakan. Sementara bon konvensional terbatas dengan struktur pinjaman dan kadar faedah. Apatah lagi secara asasnya tuntutan sukuk bukan hanya terhadap aliran tunai tetapi juga terhadap hak pemilikan aset. Ini dikaitkan dengan konsep pensukuritan dalam bon konvensional yang membenarkan pemilikan faedah terhadap aset yang mendasari begitu juga pulangan yang diperolehi darinya (Shamsher Mohamad Ramadili, et al., 2010).

Pihak-pihak yang terlibat dalam penerbitan sukuk adalah *originator*<sup>7</sup>, pengurus utama, peguam, SPV, pelabur, agensi penarafan, pemegang amanah, juruaudit, pengawal selia dan bursa saham. Pulangan ke atas sukuk dikira berdasarkan jangkaan keuntungan daripada projek berkenaan dan bukannya berdasarkan kadar faedah pasaran (Zhamal K Nanaeva, 2010).

---

<sup>7</sup>*Originator* ialah pemula iaitu pihak yang memerlukan dana bagi tujuan perniagaan (Mohd Haidhir Mohd Yussof (t.t.) atau sesebuah institusi kewangan yang memberi pinjaman yang kemudiannya dijual semula (<http://www.thefreedictionary.com/>))

Fleksibiliti sukuk tidak dapat dinafikan kerana pelbagai struktur boleh digunakan bagi menyesuaikan dengan kehendak penerbit dan pelabur berasaskan prinsip-prinsip Syariah yang mahukan urus niaga yang beretika, pembiayaan dan pelaburan yang adil dan kesamarataan dalam pengagihan kekayaan tanpa penindasan terhadap orang lain dalam urus niaga (Shamsher Mohamad Ramadili, et al., 2010). SC mengkelaskan tiga asas utama yang digunakan dalam penstrukturan sukuk iaitu kontrak yang mendasari struktur sukuk, bentuk dan jenis aset yang diwakili oleh sukuk serta aspek teknikal dan ciri-ciri komersial sesuatu sukuk (Securities Commission Malaysia, 2009).

Kategori pertama ini mengkategorikan sukuk berdasarkan tiga kriteria utama iaitu sukuk berasaskan kontrak jualan (BBA, *murābahat*, *salam* dan *istithna*'), kriteria kedua berdasarkan kontrak sewa atau pajakan (sukuk *ijārat*) dan kriteria ketiga berdasarkan kontrak perkongsian (*musyārakat* dan *muḍhārabat*). Kategori kedua diklasifikasikan mengikut jenis aset yang diwakili oleh sukuk turut membahagikan sukuk kepada tiga struktur iaitu sukuk berasaskan hutang, aset ketara atau usufu sukuk<sup>8</sup> dan hak dalam projek pelaburan (sukuk berasaskan ekuiti). Kategori mengikut aspek teknikal dan ciri-ciri komersial sukuk membezakan sukuk kepada sukuk normal (sukuk berasaskan aset), sukuk bersandarkan aset dan sukuk hibrid (Asyraf Wajdi Dusuki & Shabnam Mokhtar, 2010; Rafe Haneef, 2009).

Dalam Islam, semua aktiviti muamalat wajib didasari oleh akad, kontrak dan prinsip fiqah yang berlandaskan Syariah. Kegunaan utama sukuk adalah untuk mengumpul modal yang tertakluk kepada fiqah muamalat Islam, iaitu prinsip fiqah dalam

---

<sup>8</sup>*Usufruct* berasal dari perkataan latin yang bermaksud hak untuk menggunakan dan menikmati keuntungan dan faedah sesuatu benda yang dimiliki oleh pihak lain selagi harta itu tidak rosak atau diubah dengan cara apa pun (<http://www.thefreedictionary.com/>).

pembiayaan ekuiti dan pembiayaan hutang. Selain itu, sukuk pada masa kini turut mengalami perubahan dan penambahan dalam struktur asalnya bagi memastikan sukuk tersebut menepati piawaian Syariah di peringkat global serta diterima oleh negara-negara lain.

Terdapat 14 jenis<sup>9</sup> sukuk yang diklasifikasikan dalam standard Syariah AAOIFI. Inovasi juga terus berlaku dalam struktur sukuk di mana kini telah terdapat sukuk hibrid yang menggabungkan pelbagai kontrak<sup>10</sup> dalam satu sukuk. Panduan ini disediakan agar peserta dalam industri mengamalkan urus tadbir sukuk yang patuh Syariah (Jamal Abbas Zaidi, 2009).

Walaupun secara umum kelihatan perkembangan pesat industri sukuk, namun pertumbuhan pasaran sekundernya agak perlahan dan tahap kecairan sukuk masih rendah. Kebanyakan sukuk terutamanya sukuk global adalah bagi tempoh jangka panjang, menyebabkan pelabur hanya akan membeli dan memegangnya sehingga tempoh matang. Penerbitan sukuk perlu digiatkan lagi bagi meningkatkan urus niaga dalam pasaran primer dan juga pasaran sekunder (Shamsher Mohamad Ramadili, et al., 2010).

#### **1.2.4 Risiko Sukuk**

Perbandingan antara bon dan sukuk tidak lengkap melainkan elemen-elemen risiko dikaji terlebih dahulu. Risiko sukuk adalah berbeza mengikut struktur sukuk.

---

<sup>9</sup> Standard Syariah AAOIFI No. 17 mengkategorikan sukuk kepada 14 jenis iaitu *istithna'*, *murabahat*, *musyarakat*, *muḥārabat*, *wakālat*, *muzara'at*, *musaqat*, *mugharasat*, *salam*, sukuk bagi aset yang disewa, sukuk bagi aset akan datang berdasarkan kontrak sewaan, sukuk bagi perkhidmatan sedia ada, sukuk bagi perkhidmatan yang belum wujud dan sukuk bagi aset yang dimiliki.

<sup>10</sup> Kontrak gabungan dan kontrak kebolehtukaran.

Sesetengah risiko tertentu yang hanya ditanggung oleh sukuk atau bon, dan ada sebahagian risiko yang dikongsi bersama (Mustafa Mohd Hanefah, et al., 2013). Pemahaman mengenai risiko sukuk sangat penting kerana ia berkait dengan fungsi utama penarafan iaitu mengukur risiko keupayaan kredit sesuatu instrumen pelaburan. Bagaimana pula dalam kes sukuk, adakah penarafan yang sama digunakan untuk menilai risiko sukuk? Perincian mengenai isu ini dinyatakan dalam Bab 4.

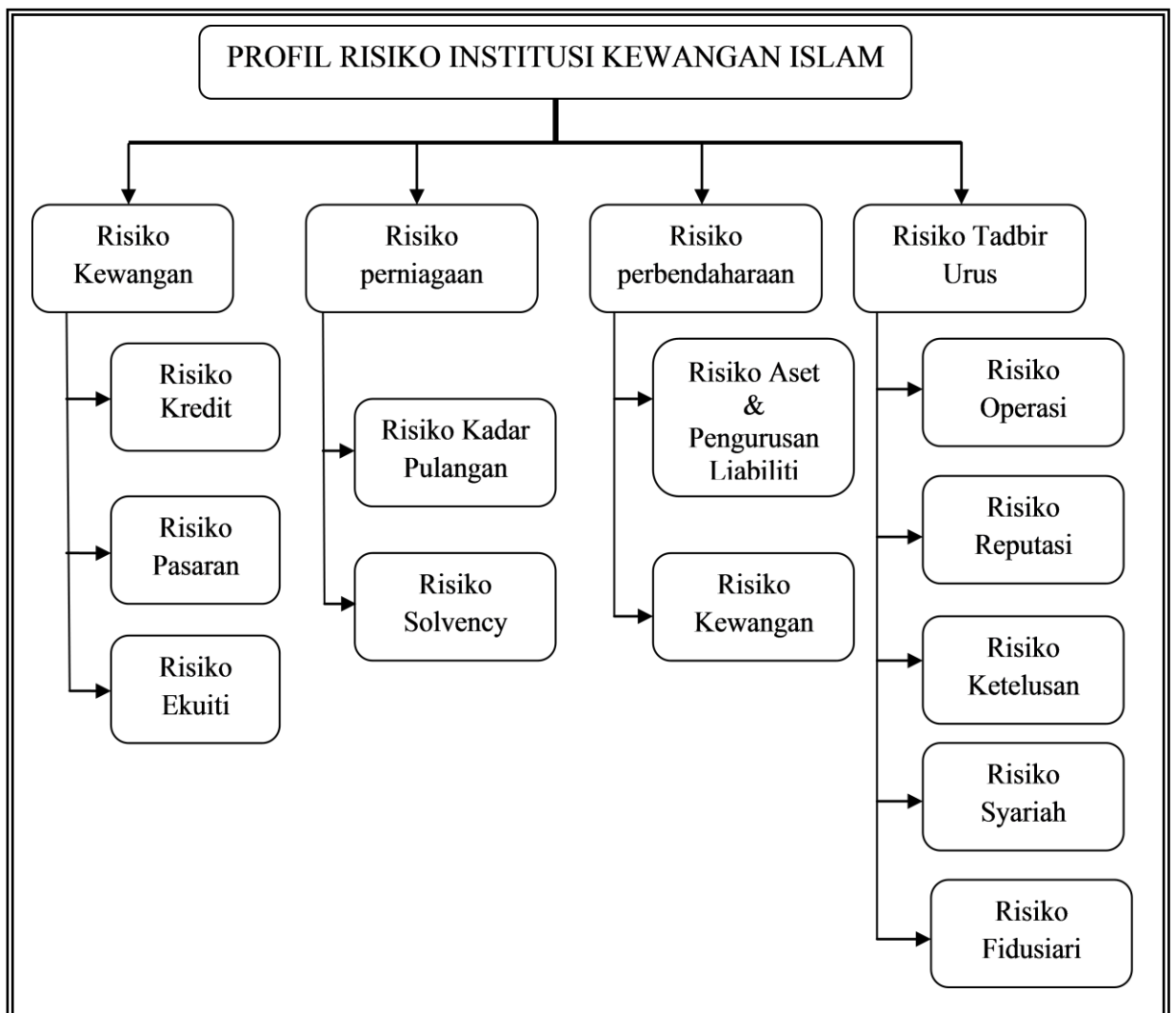
Sukuk sebagai suatu instrumen pelaburan sudah tentu menghadapi pelbagai risiko sebagaimana bon. Begitu juga sebagai suatu produk yang masih baru, sukuk lebih terdedah kepada pelbagai jenis risiko pasaran tertentu dan risiko kewangan (Ali Arsalan Tariq, 2004). Setiap struktur sukuk mempunyai risiko yang berbeza. Namun risiko itu boleh diurus dan diminimumkan melalui penarafan yang dapat menggambarkan tahap risiko dan prospek sesuatu instrumen berkenaan.

Secara umum, risiko adalah ketidakpastian atau kemungkinan berhadapan dengan kerugian. Dalam konteks kewangan, risiko turut dikaitkan dengan ketidakpastian dan dicerminkan dengan bayaran yang dikenakan ke atas asas perniagaan seperti modal yang bertindak sebagai pelindung kepada pemegang liabiliti bagi sesebuah institusi kewangan. Pelbagai jenis risiko yang dihadapi oleh institusi kewangan sebenarnya adalah saling berkaitan antara satu sama lain. Ia boleh diukur dalam bentuk sisihan piawai atau variasi terhadap pulangan (*variation of outcomes*)<sup>11</sup>.

---

<sup>11</sup> <http://prpm.dbp.gov.my/>

Dengan mengenal pasti risiko dan mengetahui strategi pengurusan risiko dapat membantu IKI mengurangkan pendedahan mereka terhadap risiko dan meningkatkan daya saing dalam pasaran. Menyedari tentang signifikannya pengurusan risiko, IFSB telah menerbitkan standard bagi pengurusan risiko pada Disember 2005. IFSB mengkategorikan risiko kepada empat jenis risiko kewangan, risiko perniagaan, risiko perbendaharaan dan risiko tadbir urus. Kategori ini adalah secara umum, namun ada risiko yang berkait langsung dengan sukk.



Rajah 1.1: Jenis-jenis Risiko dalam Istitusi Kewangan Islam

Sumber: Zamir Iqbal & Abbas Mirakhor (2007: 230)

Jenis-jenis risiko ini ditunjukkan dalam Rajah 1.1. Walau bagaimanapun, kajian ini hanya akan memperincikan risiko-risiko sukuk yang utama sahaja. Sebagaimana digambarkan dalam Rajah 1.1, risiko kewangan wujud apabila IKI terdedah kepada kemungkinan kerugian dalam aset atau liabiliti institusi kewangan. Risiko kredit dan risiko pasaran termasuk dalam risiko kewangan di mana ianya sangat mempengaruhi penarafan sukuk. Berikut diperincikan beberapa risiko utama sukuk.

i. Risiko pasaran

Risiko pasaran adalah risiko yang berkaitan dengan perubahan harga pasaran sekuriti akibat daripada reaksi pelabur terhadap sesuatu peristiwa. Secara umumnya risiko pasaran boleh dibahagikan kepada dua iaitu risiko pasaran sistematik dan risiko pasaran yang tidak sistematik.

Risiko sistematik merupakan risiko yang tidak boleh dikawal dan dipelbagaikan. Risiko sistematik disebabkan oleh perubahan harga pasaran bagi sukuk atau polisi di dalam ekonomi sesebuah negara. Perubahan dalam harga mengikut pasaran yang berbeza memberikan pelbagai risiko pasaran (Zeti Akhtar Aziz, 2009).

Risiko tidak sistematik pula berlaku ketika harga sesuatu aset atau suatu instrumen berubah dan mengakibatkan perubahan terhadap harga aset. Risiko ini terdiri daripada risiko kadar faedah dan risiko kadar pertukaran asing (risiko turun naik kadar pertukaran matawang asing). Risiko kadar faedah boleh dianggap sebagai kadar risiko pulangan. Tempoh matang memainkan peranan yang amat penting dalam meningkatkan kesan risiko ini kepada pelabur. Sukuk berdasarkan kadar tetap terdedah kepada risiko ini mengikut cara yang sama seperti bon kadar tetap kerana kenaikan kadar faedah pasaran membawa kepada kejatuhan dalam